

# СТРАТЕГИЯ

ДЕКАБРЬ 2023

## На полную ставку

Российский фондовый рынок:  
сценарии влияния процентных  
ставок на стоимость активов

Экономика России: возвращение  
на предкризисную траекторию  
роста

Редомициляция: дорожная карта  
инвестора

Обзоры секторов: ключевые  
тренды

Анализ более 40 публичных  
компаний: мультипликаторы,  
потенциал роста, доходность

# 2024

 АТОН

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной ограниченной группе лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и прочими лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

# Содержание

4	Инвестиционное резюме
7	Наши предпочтения в акциях
14	Российская экономика: испытание ставкой
21	Российский фондовый рынок в 2024 году
42	Редомициляция
52	Отраслевой анализ
52	Нефтегазовый сектор
64	Металлургический сектор
78	Золото
86	Телекомы и IT
96	Потребительский сектор
106	Финансовый сектор
114	Недвижимость
120	Транспорт

# Инвестиционное резюме

В 2024 году ожидается много интересных и важных событий, которые могут повлиять на динамику фондового рынка. Одним из таких факторов является намерение ЦБ РФ\* длительное время поддерживать высокие процентные ставки в экономике, чтобы снизить инфляцию. В стратегии\*\* мы рассматриваем разные сценарии того, как это может повлиять на стоимость активов. А еще этот год пройдет под знаком президентских выборов в России и США, продолжения редомициляции российских компаний и новых публичных размещений на бирже. В стратегии мы традиционно делимся взглядами на развитие российской экономики, перспективы отраслей, строим финансовые прогнозы и рейтинги по более чем 40 публичным российским компаниям. Мы рассматриваем два возможных сценария поведения рынка: «продолжение роста», несмотря на высокую ключевую ставку, и «умеренное торможение» в случае, если процентные ставки на рынке продолжат расти и проявится ряд других негативных факторов. Основная цель стратегии — выделять ключевые тренды на рынке и помогать инвесторам в принятии инвестиционных решений.

\*[https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023\\_133000key.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=27102023_133000key.htm).

\*\*Здесь и далее представлено мнение Аналитического департамента АТОН.  
Цены акций, оценки и расчеты мультипликаторов даны на 06.11.2023 года.

## Взгляд на рынок: сценарий «продолжение роста»...

Высокий уровень ключевой процентной ставки (15% на 27 октября 2023 года), который, по всей видимости, сохранится в течение всего 2024 года, по нашему мнению, будет не слишком сильно влиять на рынок акций, который имеет много оснований продолжить рост. Цели по индексу Московской биржи в рамках этого сценария мы оцениваем индикативно в диапазоне 4 000-4 200 пунктов, что предполагает потенциал роста на 25-30% (без учета дивидендных выплат). Этот сценарий мы рассматриваем как приоритетный. В его основе лежит ряд фундаментальных факторов:

- на рынок акций большее влияние оказывает не ключевая ставка, а доходность «длинных» ОФЗ, которые пока торгуются существенно ниже ключевой ставки;
- дополнительная премия за риск инвестиций в акции, которая сейчас находится выше исторических уровней, может сократиться на фоне хороших экономических показателей и в случае снижения геополитических рисков;
- российские акции по-прежнему оцениваются по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E существенно дешевле по сравнению с крупными рынками других развивающихся стран;
- частные инвесторы продолжают массово приходить на фондовый рынок. Их доля в объеме торгов превышает 80%. При этом из-за заморозки большей части российских активов у иностранных инвесторов из недружественных стран доступность акций на рынке весьма ограничена;
- новые компании выходят на рынок первичных размещений (IPO), что увеличивает количество доступных инструментов для инвестирования и повышает его привлекательность для корпораций и инвесторов;
- многие компании предлагают дивидендную доходность в диапазоне 8-12%\*, что, хотя и ниже текущей доходности ОФЗ, остается важным элементом инвестиционной привлекательности в глазах частных инвесторов.

## ...или сценарий «умеренное торможение»

Он базируется на предположении, что вслед за ключевой ставкой другие процентные ставки на рынке все-таки также повысятся (возможно, с некоторой задержкой). Столь высокий уровень ставок способен сдерживать рост стоимости активов, так как инвесторы будут требовать большей доходности на свои инвестиции, а высокая доходность облигаций будет привлекать инвесторов больше, чем дивидендные акции. Подобная ситуация на рынке может продлиться большую часть следующего года. Дополнительным ограничением роста рынка может стать постепенное перемещение акций из недружественных стран в российский периметр, что может спровоцировать их локальный «навес». Кроме того, такие сдерживающие факторы, как возможный рост налоговой нагрузки, повышение санкционного давления и чрезмерное укрепление курса рубля, могут ограничить рост акций экспортеров, капитализация которых составляет более половины в индексе Мосбиржи. В этом сценарии мы не видим оснований для глубокой и продолжительной коррекции фондового рынка в 2024 году, однако потенциальный рост индекса может составить в пределах 10-15% до индикативного уровня 3 500 пунктов по индексу Мосбиржи. В случае реализации этого сценария наиболее привлекательными являются акции быстрорастущих компаний, ориентированных на внутренний рынок.

## Наши фавориты на рынке акций

Учитывая, что вероятность реализации первого сценария, на наш взгляд, выше, чем второго, список наших фаворитов охватывает широкий перечень компаний из разных секторов. Он включает, во-первых, качественные фундаментально недооцененные «голубые фишки» с привлекательными дивидендами — **«Сбер»**, **ЛУКОЙЛ**, **«Норникель»**; во-вторых, компании, которые напрямую выигрывают от роста ключевой ставки (**Мосбиржа**), в-третьих, быстрорастущие компании, ориентированные на внутренний рынок: **«Яндекс»**, **Ozon**, **«Астра»**, **TCS Group**, **Henderson**, **HeadHunter**. Кроме того, в списке наших фаворитов не только быстрорастущие, но и системообразующие компании, которые работают на внутреннем рынке и могут возобновить дивидендные выплаты в будущем: **Globaltrans**, **X5 Group** и **«Магнит»**.

## Дивиденды\*

Высокая дивидендная доходность российского рынка всегда была одним из аргументов в его поддержку и составляла у многих российских компаний 8-14%+. Сейчас многие публичные компании по-прежнему предлагают такую доходность – в первую очередь, это компании сырьевого сектора («Роснефть», «Татнефть», ЛУКОЙЛ). Однако сейчас этот уровень выглядит менее привлекательно по сравнению с заметно более высокой доходностью ОФЗ и корпоративных облигаций. Тем не менее готовность российских компаний продолжать выплачивать хорошие дивиденды является важным фактором инвестиционной привлекательности российского рынка в глазах частных инвесторов.

## Взгляд на макро

Сохранение высоких процентных ставок способствует как росту сбережений, так и замедлению динамики кредитования. Сочетание этих факторов неизбежно должно ограничить темпы роста потребительского спроса, что может замедлить рост ВВП. Правительство ожидает, что национальная экономика вырастет в будущем году на 2,3%, а верхняя граница ожиданий ЦБ РФ находится на отметке 1,5%. На наш взгляд, рост ВВП в будущем году будет немного ниже 2%, но геополитические факторы могут внести заметные коррективы. При этом вполне вероятно, что в какой-то момент могут активизироваться дискуссии о необходимости стимулирования роста. По сути же российская экономика возвращается на предкризисную траекторию роста при продолжающейся ее структурной перестройке.

## Валютный рынок

Прошедшая девальвация валюты неизбежно приведет к сокращению импорта, поэтому есть все предпосылки для стабилизации рынка и формирования равновесного курса в диапазоне 90-95 рублей за доллар США. Тем не менее с учетом потенциально высокой волатильности инвесторам имеет смысл подумать о хеджировании валютного риска, для чего весьма комфортным инструментом являются замещающие облигации. Их объем в обращении до конца 2023 года может увеличиться до \$26,5 млрд.

\*Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются.

## Наши предпочтения в российских акциях, 2024

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Индикативный диапазон справедливой цены акции руб.*	Средний потенциал роста**	EV/EBITDA 23П/24П
Сбер (SBER RX)	6 087	300–350	21%	0,9/0,8***

Инвестиции в акции «Сбера» — это в первую очередь ставка на дальнейшее развитие российской экономики, рост кредитования и развитие экосистемы. Акции банка по-прежнему оцениваются относительно дешево по мультипликаторам. В частности, по мультипликатору P/E 2024П банк оценивается в 3,8х, а по P/BV 2024П — 0,8х, что примерно на 25-30% ниже исторических уровней. При этом основные финансовые показатели «Сбера» по-прежнему одни из лучших в секторе. Возврат на капитал (ROE) банка стабильно превышает 20%, а чистая прибыль в 2024 году, по нашим прогнозам, будет рекордной и превысит 1,5 трлн рублей. Банк последовательно реализует дивидендную политику, направляя на дивиденды не менее 50% чистой прибыли, что предполагает дивиденды в размере около 32 рублей на акцию по итогам 2023 года (выплаты ожидаются летом 2024-го).

ЛУКОЙЛ (LKOH RX)	5 013	8 500–9 500	24%	2,4/2,2
------------------	-------	-------------	-----	---------

Наш фаворит в нефтегазовом секторе благодаря его привлекательной оценке в 2,2х по мультипликатору EV/EBITDA 2024П (против его собственного 5-летнего среднего 3,7х) и заманчивым дивидендам, обеспечивающим доходность 18%. В обстановке текущей турбулентности на рынке мы предпочитаем акции стоимости акциям роста и считаем дивиденды ключевым фактором в инвестиционном кейсе компании. На наш взгляд, новость о потенциальном выкупе до 25% компании у инвесторов-нерезидентов еще не полностью учтена в цене, и мы видим потенциал роста бумаги на 5-10%, если правительство даст разрешение на выкуп. Мы ожидаем увидеть более сильные финансовые показатели во 2-м полугодии 2023 года на фоне ослабления рубля и повышения цен на нефть.

Норникель (GMKN RX)	2 751	20 000–22 000	22%	5,4/5,8
---------------------	-------	---------------	-----	---------

Одна из наиболее качественных историй на российском рынке. Компания предлагает инвесторам высокую долю в мировом объеме производства палладия (40%) и высококачественного никеля (20%). Для компании это важно с точки зрения переговорной силы продавца и санкционных рисков. Для инвесторов это также важно с точки зрения санкционных рисков. «Норникель» возобновил дивидендные выплаты (совет директоров рекомендовал выплатить 915 руб. на акцию), что стало положительным сигналом для рынка. Несмотря на рост налогов и снижающиеся цены на сырье, мы занимаем позитивную позицию по «Норникелю» на 2024 год, ожидая восстановления цен на палладий и никель по мере снижения запасов, а также ждем положительного эффекта от дробления акций, которое может быть проведено в 2024 году. Если компания в рамках обновленной стратегии сможет снизить планы по капитальным затратам, это также может быть позитивно воспринято рынком.

\*Здесь и далее наши прогнозы финансовых результатов, целевых цен акций и дивидендов, а также их выплаты являются оценочными, их исполнение не гарантируется

\*\*Средний потенциал роста рассчитывается как средняя величина индикативного диапазона справедливой цены акции к текущей цене акции.

\*\*\* Для оценки банков используется мультипликатор P/BV.

Источник: Московская биржа, оценки АТОН, данные компаний.

## Наши предпочтения в российских акциях, 2024

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Индикативный диапазон справедливой цены акции, руб.	Средний потенциал роста	EV/EBITDA 23П/24П
Мосбиржа (MOEX RX)	460	220–270	21%	4,4/3,8

Биржа играет стратегически важную роль в развитии финансовой инфраструктуры страны и является бенефициаром нескольких трендов. Во-первых, рост процентных ставок ведет к увеличению ее процентных доходов. Во-вторых, объемы торгов на бирже значительно увеличиваются на фоне прихода на рынок новых инвесторов. В-третьих, все больше эмитентов размещают на бирже различные финансовые инструменты, а также появляется много новых инструментов. Как результат, мы прогнозируем рекордные показатели биржи по чистой прибыли в 2023 и 2024 годах. В частности, по итогам 2023 года она может вырасти почти на 60% по сравнению с 2022 годом (до 57 млрд руб.), а в 2024 году — еще на 15% (до 65 млрд руб.). В конце 2023-го биржа обновила дивидендную политику — теперь она предполагает направление на дивиденды не менее 50% от чистой прибыли по МСФО.

Яндекс (YNDX RX)	944	3 800–4 200	53%	13,4/8,6
------------------	-----	-------------	-----	----------

Ключевые факторы инвестиционной привлекательности «Яндекса» — прочные позиции в сегментах «Поиска» и «Такси» (более 60% рынка), уникальные преимущества экосистемы и успешный опыт развития новых направлений. Общее восстановление экономики и потребительских настроений, а также уход иностранных конкурентов придали компании импульс роста и позволили увеличить выручку и EBITDA за 9 месяцев 2023 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 54% и 36% соответственно. До конца 2023-го «Яндекс» намерен представить на утверждение акционерам предложение о реструктуризации, что может внести ясность в процесс редомициляции. В случае успешного «переезда» мы ожидаем постепенного сокращения дисконта в оценке «Яндекса», который сейчас, по нашим расчетам, составляет более 50% относительно средних исторических уровней.

Ozon (OZON RX)	569	3 250–3 550	30%	97,9/24,0
----------------	-----	-------------	-----	-----------

Второй по обороту и единственный публичный игрок в РФ, ориентированный исключительно на стремительно развивающийся рынок электронной коммерции. Выход на безубыточность на операционном уровне при высоких темпах роста GMV (+110% г/г за 9 месяцев 2023 года) доказывает прочность бизнес-модели Ozon и самодостаточность в плане фондирования. Улучшение рентабельности и сохранение сильной динамики оборота в последующие периоды могут послужить катализаторами для котировок. Компания высказывала заинтересованность в редомициляции, однако пока не давала конкретики. Появление позитивных новостей в этом вопросе может стать дополнительным драйвером роста бумаг.

TCS Group (TCSG RX)	683	4 000–5 000	31%	2,5/1,9*
---------------------	-----	-------------	-----	----------

За последний год количество клиентов банка выросло на 38% и достигло 35 млн человек — по этому показателю он занимает второе место после «Сбера». Большая клиентская база позволяет ему сохранять высокие темпы роста. При этом банк поддерживает высокий уровень ROE (более 30%). Публичная головная структура банка — TCS Group — зарегистрирована на Кипре, но компания рассматривает различные возможности редомициляции, которая может состояться в 2024 году. Это позволит возобновить выплаты дивидендов.

\*Мультипликатор P/BV

Источник: Московская биржа, Интерфакс, оценки АТОН, данные компаний.



## Наши предпочтения в российских акциях, 2024

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Индикативный диапазон справедливой цены акции, руб.	Средний потенциал роста	EV/EBITDA 23П/24П
Globaltrans (GLTR RX)	103	1 100–1 300	97%	2,1/1,8

Один из крупнейших железнодорожных операторов России. Компания в основном оперирует полувагонами и цистернами, в которых перевозит сырьевые грузы и нефтепродукты. Globaltrans выигрывает от изменения логистических маршрутов в России — их удлинение приводит к росту спроса на грузовые вагоны и, как следствие, увеличению тарифов на перевозки. Компания находится в процессе редомициляции с Кипра в ОАЭ — в случае успеха это должно позволить ей возобновить выплату дивидендов.

HeadHunter (HHRU RX)	190	3 800–4 100	6%	11,2x/8,0x
----------------------	-----	-------------	----	------------

Рекордно низкий уровень безработицы и конкуренция между работодателями повышают востребованность услуг HeadHunter, что отражается в сильной динамике его финансовых показателей: за 9 месяцев 2023 года прирост выручки составил в годовом сравнении 59%, прирост EBITDA — 89%. Компания инициировала процесс редомициляции и выкуп акций у нерезидентов с дисконтом 70% к рыночной цене. Успешный выкуп и редомициляция могут повысить ее стоимость для российских акционеров и открыть возможность для выплаты дивидендов в будущем, что может послужить драйвером роста котировок.

Астра (ASTR RX)	104	550–615	17%	23,0/13,1
-----------------	-----	---------	-----	-----------

«Астра» — крупнейший разработчик инфраструктурного программного обеспечения в РФ с долей рынка 23% среди российских разработчиков в целом и 75% в сегменте отечественных операционных систем, по данным Strategy Partners. Компания занимает нишу на рынке, которая освобождается по мере ухода иностранных разработчиков, и демонстрирует сильные результаты: по данным финансовой отчетности, в 2022 году она показала рост 2.5x год к году по выручке, 2.7x по EBITDA, за 1-е полугодие 2023-го — 3.1x г/г по выручке и EBITDA. Продолжение цифровизации экономики и широкое пространство для импортозамещения — ключевые факторы инвестиционной привлекательности компании.

Henderson (HFNG RX)	27	825–890	28%	5,4/4,5
---------------------	----	---------	-----	---------

Henderson — крупнейший ритейлер мужской одежды в РФ, по данным INFOLine. Компания позиционирует себя в сегменте «доступный люкс». Отлаженная бизнес-модель и сильный бренд помогают ей показывать достойные темпы прироста выручки (18% ежегодно в 2019-2022 годах), высокую прибыльность (рентабельность EBITDA в 2022 году — 39%) и хорошую доходность на инвестированный капитал (ROIC в 2022 году — 27%). Рыночные позиции Henderson усиливаются на фоне ухода иностранных конкурентов, которые, по оценкам компании, ранее занимали чуть более 50% в ее сегменте.

## Наши предпочтения в российских акциях, 2024

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Индикативный диапазон справедливой цены акции, руб.	Средний потенциал роста	EV/EBITDA 23П/24П
X5 Group (FIVE RX)	622	2 700–3 000	25%	3,8/3,4

X5 Group – крупнейший по выручке оператор розничной торговли продуктами питания в России с хорошей динамикой финансовых показателей и амбициозной стратегией роста. В ближайшей перспективе X5 намерена наращивать выручку на 20% в год. В укреплении лидерства группе помогает продвижение дискаунтеров «Чижик» и экспансия в регионах. X5 по-прежнему испытывает технические сложности с выплатой дивидендов из-за иностранной регистрации, но при этом имеет возможность больше инвестировать в рост (в том числе через сделки M&A) и сокращать долговую нагрузку. Решение вопроса с «пропиской» может послужить сильным драйвером роста X5.

Магнит (MGNT RX)	574	7 400–7 800	29%	4,2/3,8
---------------------	-----	-------------	-----	---------

«Магнит» как один из лидеров продуктового ритейла может оказаться в выигрыше от ускорения инфляции, «перекладывая» ее на полки магазинов. В 2022-9M23 рост сопоставимых продаж «Магнита» в среднем был несколько ниже, чем у X5, но в то же время компания показала более устойчивую динамику рентабельности. Завершение выкупа акций у нерезидентов открывает перед компанией возможности для корпоративных действий, которые ранее были ограничены (в том числе возможность выплачивать дивиденды).

## Индикативный диапазон справедливой цены акций\*

Компания	Тикер	Текущая цена за акцию, руб.* (06.11.2023 г.)	Индикативный диапазон справедливой цены акции, руб.	Средний потенциал роста**
<b>Финансовый сектор</b>				
Сбер	SBER RX	269	300–350	21%
Мосбиржа	MOEX RX	202	220–270	21%
ВТБ	VTBR RX	0,025	0,025–0,03	10%
TCS Group	TCSG RX	3 432	4 000–5 000	31%
QIWI	QIWI RX	623	1 000–1 200	77%
Ренессанс Стр.	RENI RX	96	100–120	15%
МКБ	CBOM RX	7,2	7,0–8,0	4%
<b>Транспорт</b>				
Globaltans	GLTR RX	609	1 100–1 300	97%
ДВМП	FESH RX	91	90–110	9%
Совкомфлот	FLOT RX	121	140–160	24%
Whoosh	WUSH RX	219	220–270	12%
Аэрофлот	AFLT RX	39	30–40	-10%
<b>Недвижимость</b>				
ПИК	PIKK RX	718	800–1 000	25%
Эталон	ETLN RX	82	120–150	65%
ЛСР	LSRG RX	677	600–720	-3%
Самолет	SMLT RX	3 949	4 000–4 500	8%
<b>Энергетика</b>				
Юнипро	UPRO RX	2,4	4,0–5,0	91%
РусГидро	HYDR RX	0,8	0,9–1,0	18%
ИнтерРАО	IRAO RX	4,2	6,0–8,0	66%
<b>Нефтегаз</b>				
Газпром	GAZP RX	170	160–190	3%
НОВАТЭК	NVTK RX	1 615	1 900–2 100	24%
Роснефть	ROSN RX	583	700–775	27%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	7 235	8 500–9 500	24%
Газпром нефть	SIBN RX	817	800–850	1%
Татнефть	TATN RX	603	775–825	33%

\*Индикативный диапазон справедливой цены акции рассчитывается аналитиками АТОН на основании собственных финансовых моделей. Величина диапазона зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования.

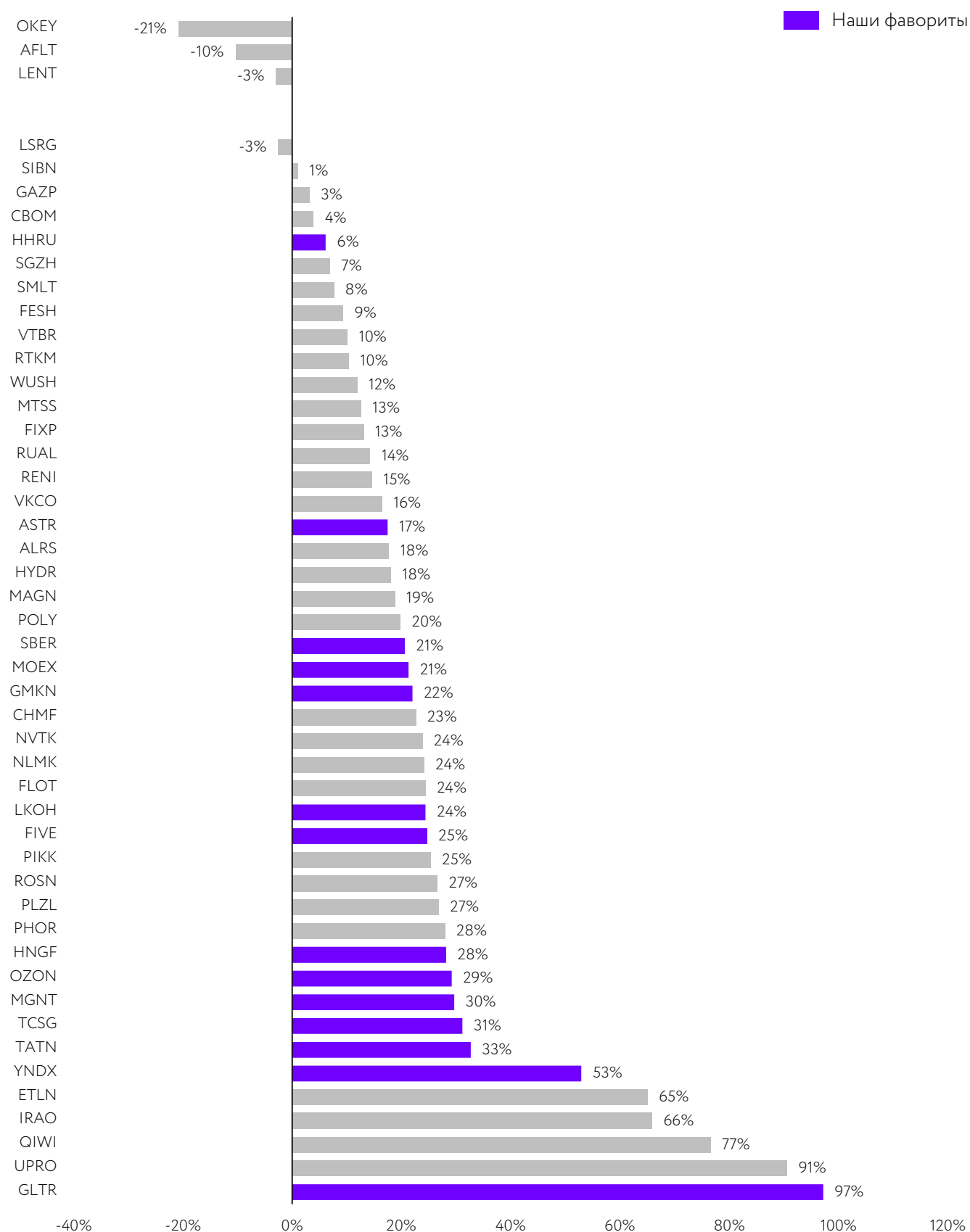
\*\*Средний потенциал роста рассчитывается как отношение средней величины индикативного диапазона справедливой цены акции к цене акции на 06.11.2023 года.

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН.

## Индикативный диапазон справедливой цены акций\*

Компания	Тикер	Текущая цена за акцию, руб. (06.11.2023 г.)	Индикативный диапазон справедливой цены акции, руб.	Средний потенциал роста**
<b>Сырьевой сектор</b>				
Норникель	GMKN RX	17 998	20 000–22 000	22%
РУСАЛ	RUAL RX	40	40–52	14%
ММК	MAGN RX	53	60–65	19%
Северсталь	CHMF RX	1 366	1 600–1 750	23%
НЛМК	NLMK RX	193	230–250	24%
АЛРОСА	ALRS RX	70	75–90	18%
Полюс Золото	PLZL RX	11 435	14 000–15 000	27%
Полиметалл	POLY RX	543	600–700	20%
ФосАгро	PHOR RX	6 643	8 000–9 000	28%
Сегежа Групп	SGZH RX	4,7	4,5–5,5	7%
<b>IT и телекомы</b>				
Яндекс	YNDX RX	2 616	3 800–4 200	53%
VK	VKCO RX	614	680–750	16%
Ozon	OZON RX	2 632	3 250–3 550	29%
HeadHunter	HHRU RX	3 722	3 800–4 100	6%
МТС	MTSS RX	271	290–320	13%
Ростелеком	RTKM RX	75	80–85	10%
Astra	ASTR RX	496	550–615	17%
<b>Ритейл</b>				
X5 Group	FIVE RX	2 286	2 700–3 000	25%
Магнит	MGNT RX	5 862	7 400–7 800	30%
Fix Price	FIXP RX	363	390–430	13%
Лента	LENT RX	727	680–730	-3%
О'Кей	OKEY RX	36	27–30	-21%
Henderson	HNFG RX	669	825–890	28%

## Ранжирование акций по потенциалу роста к индикативному диапазону справедливой цены\*



\*Средний потенциал роста рассчитывается как отношение средней величины индикативного диапазона справедливой цены акции к цене акции на 06.11.2023 года.  
Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН.

# Российская экономика: испытание ставкой

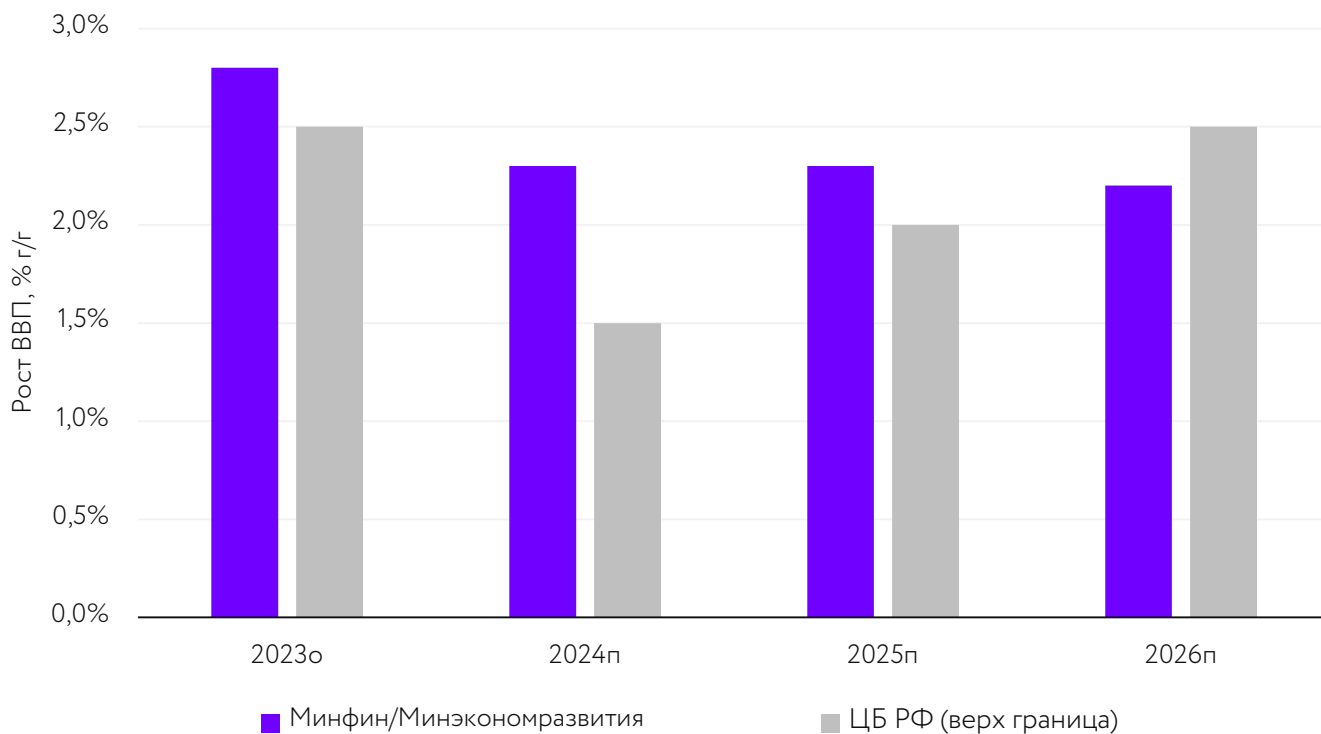
В 2023 году российская экономика находилась в состоянии восстановительного роста, в основе которого были бюджетный импульс, рост инвестиций и потребительского спроса. В результате по итогам года рост ВВП, скорее всего, окажется близким к 3%, что заметно выше ожиданий рынка в начале года. Однако опережающие темпы роста спроса стали причиной заметного ускорения инфляции во 2-м полугодии 2023 года. ЦБ РФ отреагировал на это радикальным повышением ключевой ставки, которая к началу ноября достигла 15% (против 7,5% на начало года). При этом регулятор не исключает еще одного повышения в 2023 году, хотя мы полагаем, что такой сценарий не является самым вероятным.

Мы полагаем, что в ближайшие месяцы ЦБ РФ будет придерживаться осторожной тактики. По-прежнему сохраняется риск дополнительного инфляционного давления со стороны бюджета, расходы которого традиционно увеличиваются в конце календарного года, а в нынешних реалиях, как можно предположить, останутся высокими и в начале 2024 года (особенно в контексте грядущих президентских выборов в марте 2024-го). В целом динамика ИПЦ и инфляционных ожиданий останутся

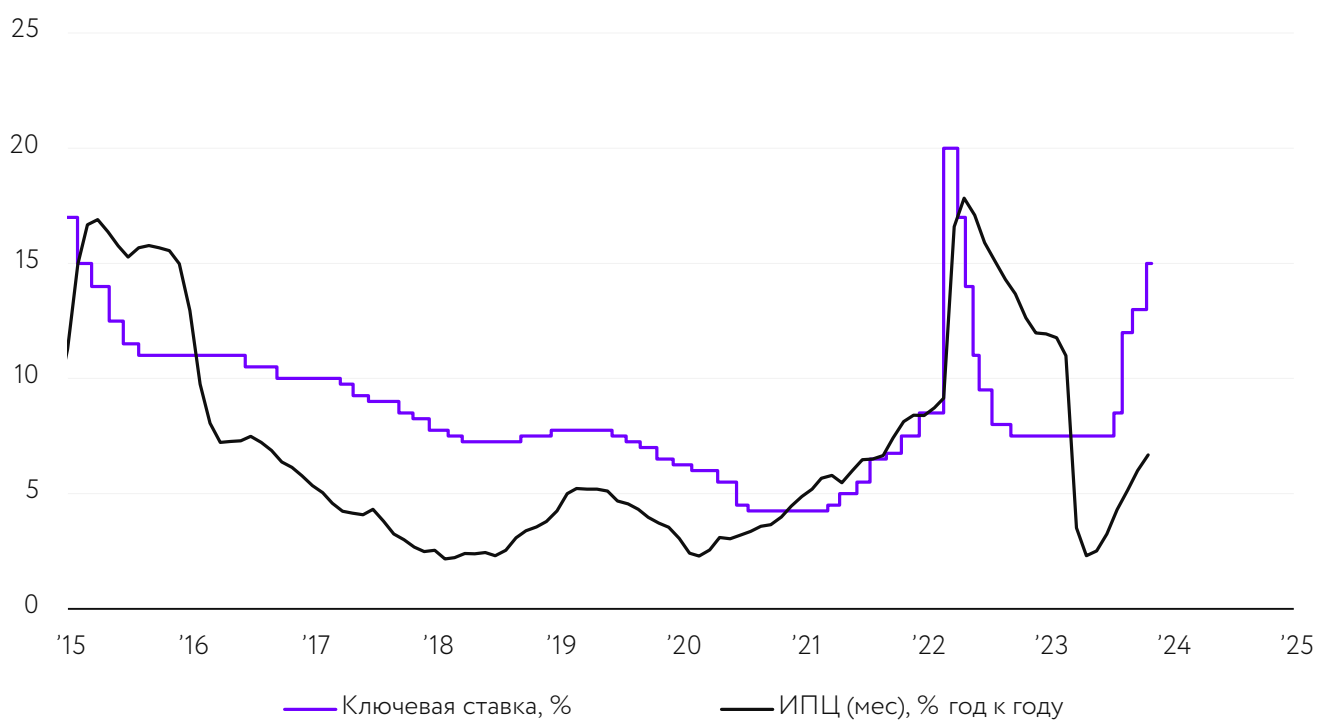
ключевыми факторами для регулятора в принятии решений по ключевой ставке. На наш взгляд, ключевая ставка останется двузначной на протяжении всего 2024 года, при этом ее снижение с текущего уровня может начаться при благоприятном стечении обстоятельств уже во 2-м квартале 2024-го.

Сохранение высоких процентных ставок способствует как росту сбережений, так и замедлению динамики кредитования. Сочетание этих факторов неизбежно должно ограничить темпы роста потребительского спроса, что может замедлить рост ВВП. Правительство ожидает, что национальная экономика вырастет в будущем году на 2,3%, а верхняя граница ожиданий ЦБ РФ находится на отметке 1,5%. На наш взгляд, рост ВВП в будущем году будет немного ниже 2%, но геополитические факторы могут внести заметные коррективы. При этом вполне вероятно, что в какой-то момент могут активизироваться дискуссии о необходимости стимулирования роста. По сути же российская экономика возвращается на предкризисную траекторию роста при продолжающейся ее структурной перестройке.

## Прогноз по росту ВВП отличается у Минфина и ЦБ РФ



## ЦБ повышал ставку, противодействуя усилению инфляции



Источник: ЦБ РФ, Росстат, Минфин.

## Валютный рынок: новая реальность

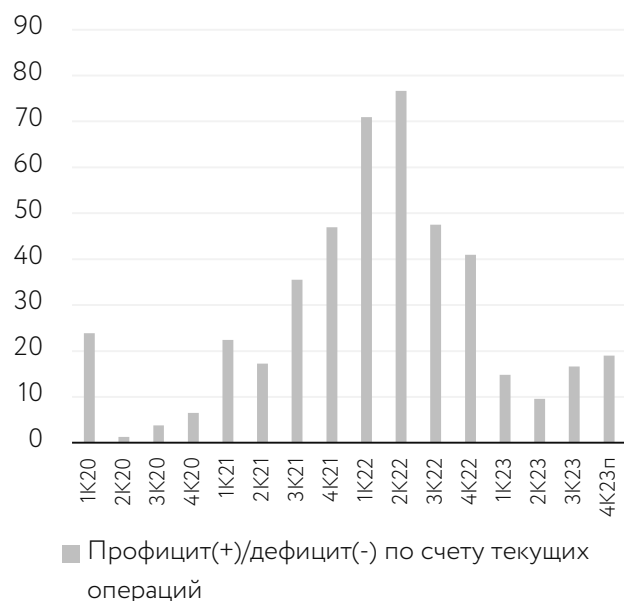
Ситуация на валютном рынке в 2023 году оказалась в центре внимания большинства инвесторов. Быстрое обесценение рубля во 2-м и 3-м кварталах стало во многом неожиданным и потребовало экстраординарных действий со стороны властей. С фундаментальной точки зрения такое движение курса не было большой неожиданностью, если принять во внимание заметное сокращение профицита по счету текущих операций. В свою очередь, это стало следствием как быстрого восстановления импорта (за счет налаживания альтернативных цепочек поставок), так и снижения экспортных доходов (частично из-за санкционных ограничений, а также из-за падения цен на ряд товаров). Тем не менее движение курса было слишком быстрым, и это можно объяснить скорее причинами технического характера.

Ликвидность валютного рынка за последние полтора года значительно снизилась, чему, в частности, способствовало формирование «офшорного сегмента», а также размывание торгов между парами RUB/USD и RUB/CNY. Как правило, «тонкий» рынок очень чутко реагирует на негативные события и медленно возвращается к фундаментально обоснованным значениям даже при наличии положительного

информационного фона. Судя по всему, нечто подобное и случилось в 2023-м. К сожалению, ликвидность валютного рынка в обозримой перспективе существенно не изменится, поэтому волатильность на нем будет оставаться высокой. В свете этого решения властей по введению курсовых пошлин и обязательной продаже экспортной выручки выглядят вполне логичными в стремлении увеличить предложение. В краткосрочной перспективе эти меры способствовали стабилизации обстановки, но необходимость их сохранения на более длинном горизонте не выглядит очевидной.

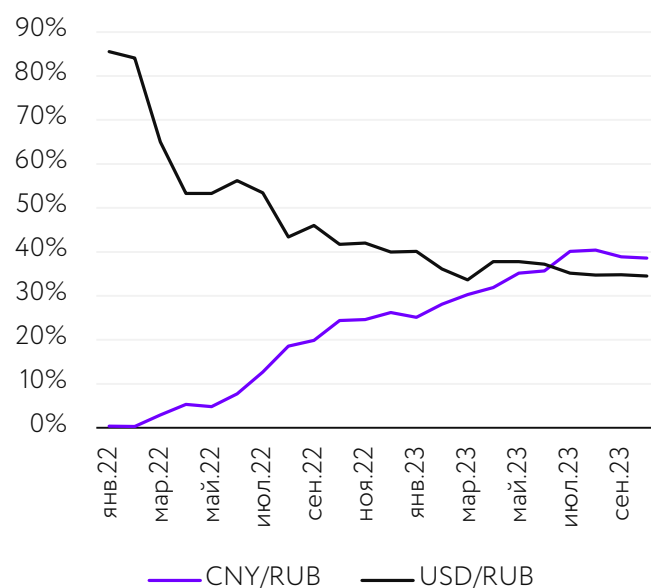
Девальвация валюты неизбежно приведет к сокращению импорта, поэтому есть все предпосылки для стабилизации рынка и формирования равновесного курса в диапазоне 90-95 рублей за доллар США. Тем не менее с учетом потенциально высокой волатильности инвесторам имеет смысл подумать о хеджировании валютного риска, для чего весьма комфортным инструментом являются замещающие облигации. Их объем в обращении до конца 2023 года может увеличиться до \$26,5 млрд.

### Профицит по счету текущих операций существенно сократился в 2023 г.



Источник: Московская биржа, ЦБ РФ.

### Доля пар RUB/USD и RUB/CNY в биржевом обороте





## Долговой рынок: объемы имеют значение

В 2023 году российский долговой рынок пережил непростые времена. Значительное повышение ключевой ставки ЦБ РФ стало причиной формирования нисходящего ценового тренда, а доходность ОФЗ превышала 12% (для десятилетних бумаг), что последний раз наблюдалось в конце марта 2022 г. При этом сформировавшиеся уровни выглядят весьма привлекательно в рамках сценария, при котором ЦБ РФ удастся снизить инфляцию до целевого уровня (4%) в обозримой перспективе и удерживать его в ближайшие годы.

Важным фактором на долговом рынке стал объем предложения со стороны крупнейшего заемщика в стране — Минфина РФ. В нынешнем году ведомство планировало разместить бумаг на сумму около 3,5 трлн рублей, но по факту по итогам 9 месяцев 2023 объем размещений составил 2,3 трлн рублей по номиналу. С учетом достаточно хорошего исполнения бюджета был решено сократить объем заимствований в 4-м квартале 2023 года до 500 млрд руб. Таким образом, даже в лучшем случае по итогам года Минфину удастся привлечь за год менее 3 трлн руб. При этом в 2024-м в бюджет заложена эмиссия ОФЗ в размере 4 трлн руб., поэтому выполнение программы в будущем году

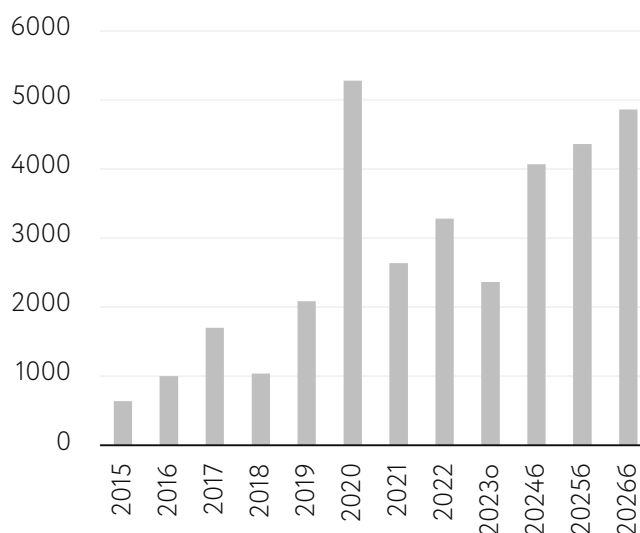
становится вызовом для Минфина и однозначно будет оказывать определяющее воздействие на динамику доходности на вторичном рынке.

После ухода с российского рынка иностранных инвесторов оказалось, что основной спрос на ОФЗ создают локальные коммерческие банки. Для последних наиболее комфортным инструментом являются бумаги с плавающей ставкой, которые позволяют хеджировать процентный риск. Преимущественно благодаря этому инструменту Минфин выполнял свои планы по заимствованиям в 2020 и 2022 годах, да и в этом году на них приходится порядка 30% займов. Проблема в том, что доля таких инструментов в общем объеме ОФЗ составляет почти 40%, что выглядит избыточным, особенно с учетом того, что Минфин не может хеджировать процентный риск, который, помимо всего прочего, увеличивается за счет иных инструментов (например, субсидируемой ипотеки). Именно поэтому правительство, скорее всего, предпочтет выпускать бумаги с фиксированной ставкой, но спрос на них будет напрямую зависеть от ожиданий рынка в отношении монетарной политики.

Доходность 10-летних ОФЗ в октябре превысила 12%



Минфин планирует нарастить выпуск ОФЗ в 2024 г., млрд руб.



Источник: Минфин, Московская биржа.

## Наши фавориты на рублевом рынке облигаций

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Купон, %	Цена	Доходность, %	Сред. б.п.	Дюрация, лет	Объем, млрд руб.	Погашение	Пут-опцион	Рейтинг (ЭкспертРА / АКРА)
Газпром Капитал, БО-001P-08 (RU000A105U00)	Нефть и газ	9,20	93,4	13,1	133	2,0	30,0	06.02.2026	-	- / AAA(RU)
ГМК Норильский Никель, БО-001P-02 (RU000A105A61)	Цветная металлургия	9,75	96,1	12,5	74	1,8	25,0	05.10.2027	14.10.2025	ruAAA / -
МТС, 001P-10 (RU000A100HU7)	Телекоммуникации	8,00	93,8	12,8	106	1,5	15,0	25.06.2025	-	ruAAA / -
Роснефть, 002P-04 (RU000A0ZYT40)	Нефть и газ	8,00	95,1	12,7	87	1,2	50,0	03.02.2028	11.02.2025	ruAAA / AAA(RU)
Альфа-Банк, 002P-23 (RU000A106AJ2)	Банки	9,60	94,0	13,4	168	1,8	13,0	30.11.2025	-	ruAA+ / AA+(RU)
Автодор, БО-003P-01 (RU000A102H91)	Строительство	6,75	88,4	14,2	246	1,8	13,0	09.12.2025	-	ruAA+ / AA(RU)
ЛК Европлан, 001P-03 (RU000A103KJ8)	Лизинг	8,55	92,2	16,2	436	1,2	7,0	08.08.2031	19.02.2025	ruAA / -
Белуга Групп, БО-П04 (RU000A102GU5)	Производство напитков	7,40	91,2	13,9	207	1,5	5,0	05.12.2025	-	ruAA- / -
МЕДСИ, 001P-03 (RU000A105YA3)	Медицинские услуги	10,40	95,7	14,2	232	1,2	3,0	28.06.2038	13.10.2025	ruAA- / -
Селектел, 001P-03R (RU000A106R95)	ИТ-сервисы	13,30	99,3	14,1	237	2,3	3,0	14.08.2026	-	ruA+ / A+(RU)
ХК Новотранс, 001P-02 (RU000A103133)	Ж/д транспорт	9,15	94,6	13,8	196	1,4	5,0	16.04.2026	-	ruAA- / -
Балтийский лизинг, БО-П08 (RU000A106EM8)	Лизинг	10,70	94,7	15,4	364	1,4	10,0	31.05.2033	17.06.2025	ruAA- / -
Каршеринг Россия, 001P-01 (RU000A1052T1)	Лизинг и аренда	13,00	99,3	14,2	239	1,6	0,7	06.08.2025	-	- / A+(RU)
Сэтл Групп, 001P-04 (RU000A103WQ8)	Девелопмент	9,45	94,1	14,8	298	1,3	7,5	18.04.2025	-	- / A(RU)
T1 ООО, 001P-01 (RU000A1071R5)	ИТ-сервисы	15,50	102,0	14,7	283	1,3	2,0	14.10.2025	15.04.2025	- / -
Уральская Сталь, БО-001P-02 (RU000A1066A1)	Черная металлургия	10,60	95,0	13,7	195	2,2	10,0	24.04.2026	-	- / A(RU)
ЯТЭК, 001P-03 (RU000A1070L0)	Нефть и газ	15,35	101,8	14,6	279	1,3	6,0	09.10.2026	11.04.2025	- / A(RU)
Джи-групп, 002P-03 (RU000A106Z38)	Девелопмент	15,40	100,6	15,9	419	1,8	2,0	29.09.2026	-	ruBBB+ / A-(RU)
Новые Технологии, БО-02 (RU000A106PW3)	Нефтесервис	12,65	94,1	15,9	424	2,3	1,0	08.08.2028	-	ruA- / A-(RU)

Источник: Cbonds, оценки АТОН.

## Наши фавориты на рублевом рынке облигаций (флоатеры)

Выпуск (ISIN)	Текущий купон, %	Цена	Базовая ставка	Маржа	Формула купона	Дата погашения	Объем, млрд руб.	Рейтинг (Эксперт РА / АКРА)
ГМК Норильский никель, БО-09 (RU000A1069N8)	Рассчитывается каждый день	101,1	RUONIA	1,30%	RUONIA(i-7) + 1,3%	17.05.2028	60,0	ruAAA / -
Газпром Капитал, БО-002P-10 (RU000A107084)	Рассчитывается каждый день	100,0	RUONIA	1,25%	RUONIA(i-7) + 1,25%	04.04.2028	30,0	- / AAA(RU)
ПАО Газпром нефть, 003P-06R (RU000A106565)	14,3	100,2	KC	1,30%	KC на 5 р. день до начала КП +1,3%	14.04.2028	22,0	- / AAA(RU)
МТС, 002P-01 (RU000A1075E4)	Рассчитывается каждый день	99,9	RUONIA	1,25%	RUONIA(i-7) + 1,25%	26.10.2027	25,0	ruAAA / -
РЖД, 001P-28R (RU000A106ZL5)	14,02	100,4	RUONIA	1,20%	Ср. RUONIA за предыдущий КП + 1,2%	20.09.2030	45,0	ruAAA / AAA(RU)
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-37 (RU000A106LL5)	Рассчитывается каждый день	101,6	RUONIA	1,80%	RUONIA(i-7) + 1,8%	25.08.2032	40,0	- / AAA(RU)

Источник: Cbonds, оценки АТОН.

## Наши фавориты среди замещающих облигаций

Выпуск (ISIN)	Купон, %	Цена	Доходность, %	Дюрация, лет	Валюта	Объем, млн	Погашение	Колл-опцион	Рейтинг (ЭкспертРА / АКРА)
Газпром Капитал, ЗО24-1-Е (RU000A105C51)	2,25	95,1	7,4	1,0	EUR	447,0	22.11.2024	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО25-2-Е (RU000A105WJ8)	2,95	95,1	6,6	1,4	EUR	670,0	15.04.2025	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО26-1-Е (RU000A105WH2)	2,50	89,7	7,4	2,3	EUR	402,0	21.03.2026	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО27-1-Е (RU000A105RZ4)	1,50	83,6	7,4	3,2	EUR	318,0	17.02.2027	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО28-1-Е (RU000A105BY1)	1,85	76,6	7,7	4,7	EUR	343,0	17.11.2028	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО30-1-Д (RU000A105SG2)	3,25	80,1	7,4	5,5	USD	1 463,0	25.02.2030	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, ЗО31-1-Д (RU000A105JT4)	3,50	78,1	7,4	6,5	USD	479,0	14.07.2031	-	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, БЗО26-1-Е (RU000A105QX1)	3,90	73,8	19,7	2,1	EUR	551,0	-	26.01.2026	- / AAA(RU)
Газпром Капитал, БЗО26-1-Д (RU000A105QW3)	4,60	78,6	17,3	2,0	USD	994,0	-	26.01.2026	- / AAA(RU)

Источник: Cbonds, оценки АТОН.

# Российский фондовый рынок в 2024

**Взгляд в историю.** В 2023 году рублевый индекс Московской биржи вырос на ~50% до 3200 пунктов. Этот год характеризуется как восстановительный после падения индекса на 37% в 2022 году в активный период СВО. С начала века аналогичных восстановительных периодов в России было два. В 2009 г. рынок вырос на 120% после краха 2008-го (-67%), а в 2015-м — на 26% после падения в 2014 году на 7%. Важно, что и в следующий после восстановительного периода год рынок продолжал расти. В 2010-м он вырос еще на 23% г/г, а в 2016-м — на 28%. Это дает нам некоторые основания считать, с учетом других факторов, что рынок продолжит свой рост и в 2024 году.

## Высокая ключевая ставка: газ или тормоз?

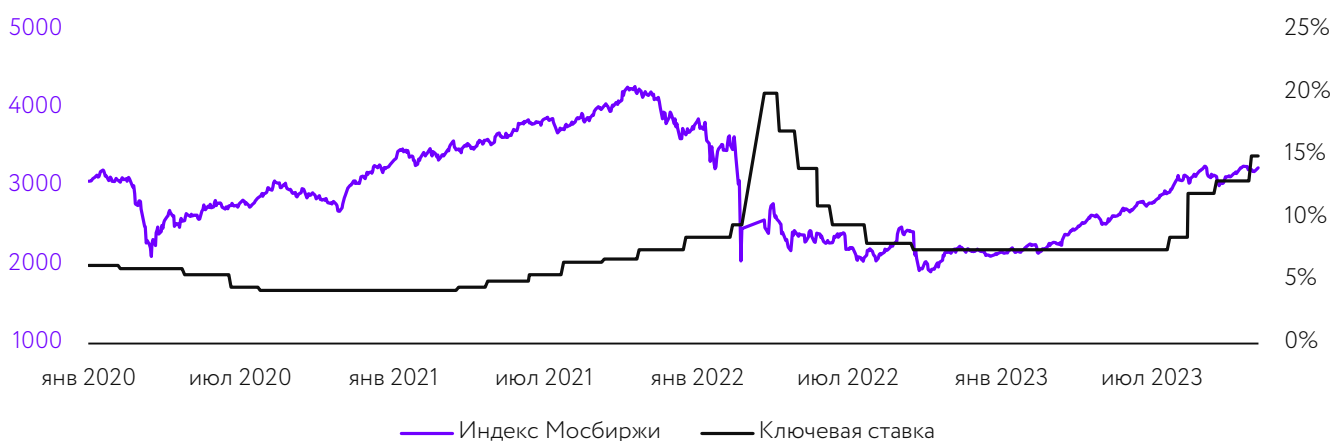
За последние десять лет ключевая ставка была двузначной только в периоды геополитических стрессов в 2014-м (17% на пике) и в 2022-м (20%), при этом ЦБ стремился вернуться к относительно мягкой ДКП как можно

быстрее. В октябре 2023 г. регулятор поднял ключевую ставку до 15% в рамках борьбы с инфляцией и намерен сохранять ее двузначные значения в течение длительного периода времени (в нашем понимании, на протяжении всего 2024 года). По планам ЦБ, высокие ставки в экономике должны будут способствовать постепенному снижению инфляции до целевого значения в 4%. Очевидно, что высокие ставки являются ограничением для роста рынка акций. Многие инвесторы предпочтут инвестировать в облигации, где показатели доходности существенно выросли и уже превышают дивидендную доходность многих «голубых фишек». Однако ситуация со ставками не столь однозначна для рынка акций и требует более глубокого анализа.

В стратегии на 2024 год мы видим два возможных сценария развития событий на рынке акций:

- 1 — продолжение роста;
- 2 — умеренное торможение.

## Динамика индекса Мосбиржи и ключевой ставки ЦБ РФ



Источник: данные ЦБ, Мосбиржи, расчеты АТОН.

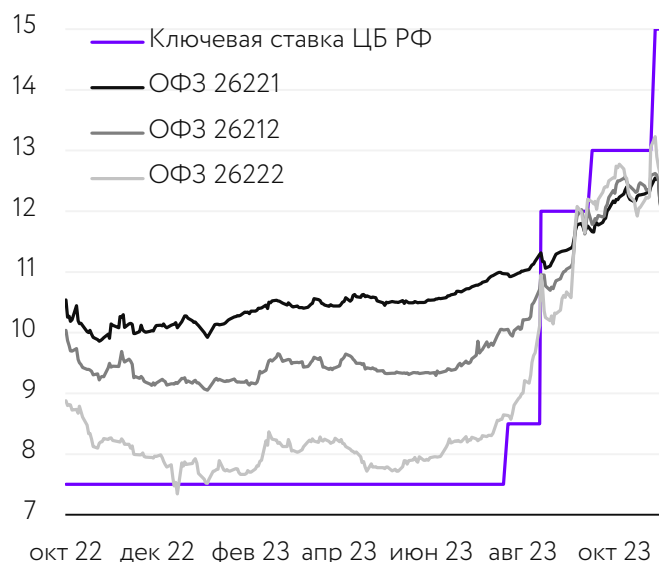
## Сценарий №1: продолжение роста

Высокий уровень ключевой процентной ставки (15% на 27 октября 2023), который, по всей видимости, сохранится в течение всего 2024 г., по нашему мнению, будет не слишком сильно влиять на рынок акций, который имеет много оснований продолжить рост. Цели по индексу Московской биржи в рамках этого сценария мы оцениваем индикативно в диапазоне 4 000-4 200 пунктов, что предполагает потенциал роста на 25-30% (без учета дивидендных выплат). Прогноз индекса базируется на наших оценках акций компаний, которые туда входят.

**Что лежит в основе этого сценария, и почему этот сценарий нам кажется очень вероятным?**

**Долгосрочная безрисковая ставка ниже ключевой.** Дело в том, что на стоимость акций большее влияние оказывает не ключевая ставка, а доходность «длинных» ОФЗ. Именно их доходность используется в качестве безрисковой ставки (risk-free rate) профессиональными инвесторами и аналитиками. Да, длинные ставки тоже реагируют на рост ключевой ставки, но не всегда линейно. Если летом они составляли 10–10,5% при ключевой ставке в 7,5%, то сейчас они существенно ниже, чем ключевая ставка, и составляют около 12%. Это может говорить о том, что инвесторы доверяют ЦБ

**После последнего повышения ключевая ставка оказалась существенно выше доходности долгосрочных ОФЗ**

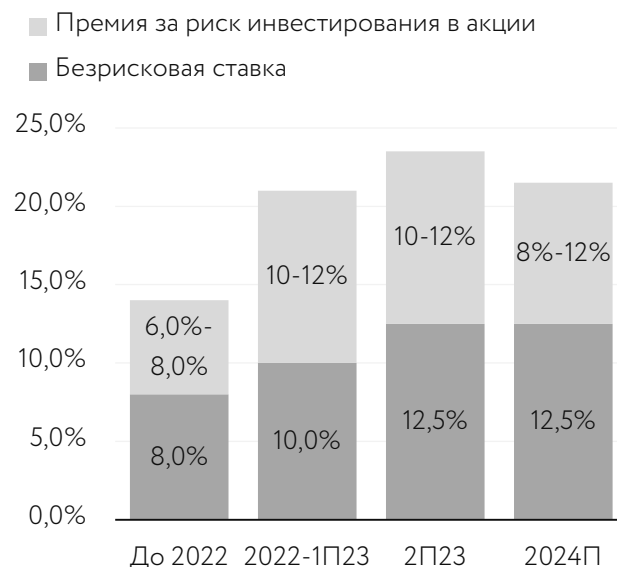


Источник: Sbonds, ЦБ, оценки АТОН.

в его борьбе с инфляцией и считают, что на горизонте года ключевая ставка начнет снижаться. Таким образом, инвесторам следует следить за динамикой «длинных» ОФЗ. Рост их доходности будет негативным сигналом для рынка акций и, наоборот, позитивным в случае снижения.

**Премия за риск может снизиться.** Кроме безрисковой ставки инвесторы и аналитики используют дополнительную премию за риск инвестирования в акции. Исторически она составляет 6–8%, однако после начала СВО инвесторы стали закладывать более высокие премии на фоне повышения геополитических рисков. По нашим оценкам, текущие премии за риск инвестирования в российские акции составляют 10–12%, а с учетом безрисковой ставки требуемая инвесторами норма доходности инвестиций в российские акции составляет более 20%. Мы допускаем, что в случае снижения геополитических рисков и хороших макроэкономических показателей эти ставки могут постепенно начать возвращаться к своим историческим значениям, что, в свою очередь, станет поддержкой для котировок акций.

**Схема формирования требуемой нормы доходности инвестирования в российские акции**



## Приток частных инвесторов на фондовый рынок продолжается

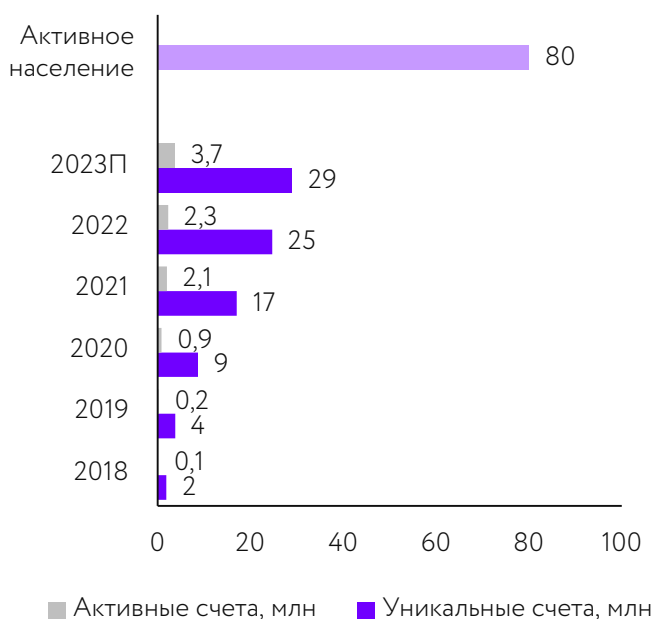
По данным Мосбиржи, на конец октября 2023 года общее число уникальных брокерских счетов в России составило 28,5 млн, что соответствует доле в 35% экономически активного населения. С начала года этот показатель вырос на 5,1 млн человек. При этом число активных счетов (тех, кто совершил хотя бы одну сделку за месяц) в октябре составило рекордные 3,6 млн или 12,6% от общего количества уникальных счетов. Число активных счетов также быстро растет. С начала года число физических лиц, имеющих активные счета, увеличилось на 1,25 млн или на 68% год к году. Причины роста мы видим в большом выборе инвестиционных инструментов и их привлекательной доходности по сравнению с классическими банковскими продуктами, а также в развитии мобильных приложений

для инвестиций и расширению предложения доступной аналитики.

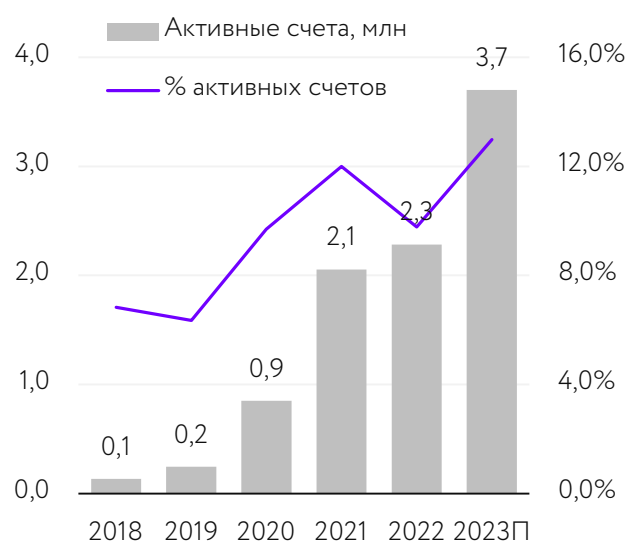
Сейчас на долю частных инвесторов, по данным Мосбиржи, приходится более 80% объема торгов в акциях, 32% в облигациях, 70% объемов на срочном рынке.

Мы считаем, что приток частных инвесторов на фондовый рынок продолжится в ближайшие годы и видим здесь большой потенциал для роста. Ведь несмотря на рост числа активных счетов, их доля от общего экономически активного населения составляет менее 5%. Притоки инвестиций от частных инвесторов также будут способствовать поддержке фондового рынка.

Динамика брокерских счетов, млн



Динамика брокерских счетов, млн



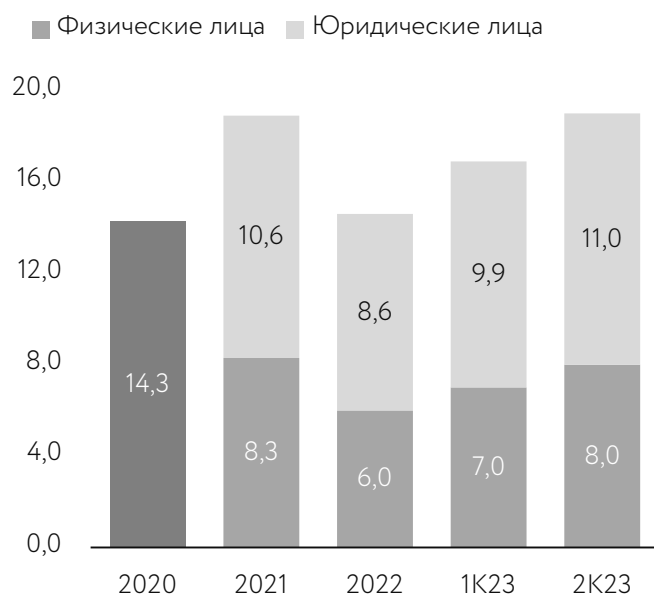
## Предложение акций на рынке ограничено

Одним из дополнительных драйверов роста российского рынка акций является ограниченное предложение самих акций. По нашим оценкам и по данным Мосбиржи, общая капитализация российского рынка акций составляет около 50 трлн рублей. При этом доля акций в свободном обращении, по нашим оценкам и по данным Мосбиржи, составляет около 37% или около 18,5 трлн рублей. Почти три четверти этого объема — доля нерезидентов из недружественных стран, которые пока не могут торговать российскими акциями. Таким образом, лишь около четверти всех акций в свободном обращении доступны для торговли на Мосбирже, что составляет около 4,6 трлн рублей по текущим котировкам. Эти акции принадлежат как юридическим, так и физическим лицам, а также инвесторам из дружественных стран.

Какой объем торгуемых акций принадлежит частным инвесторам, и какая доля средств частных инвесторов вложена в фондовый рынок по сравнению, например, с банковскими депозитами? Эти цифры раскрываются в статистике ЦБ в «Обзоре ключевых показателей отдельных профессиональных участников рынка ценных бумаг». В частности,

по данным обзора за II квартал 2023 года, на брокерском обслуживании находятся активы общей стоимостью 19,1 трлн рублей. Из этой суммы 42% сбережений (8 трлн рублей) приходится на физических лиц и 30% всех активов физических и юридических лиц приходится на российские акции. ЦБ не раскрывает, какая доля инвестиций в акции приходится непосредственно на физических лиц, но мы можем сделать допущение, что она также составляет около 30%, т.е. около 2,5 трлн рублей. Много это или мало? Для сравнения, на депозитах в банках у физлиц находится около 36 трлн рублей — почти в 15 раз больше. Даже незначительная часть перетока сбережений населения с депозитов на брокерские счета, скажем, условно, в пределах 10%, может существенно увеличить объем спроса на акции. Впрочем, этот фактор будет работать не сейчас, а в условиях низких процентных ставок, когда держать деньги на депозитах в банках будет невыгодно. Сейчас же ситуация противоположная. На фоне высоких процентных ставок россияне заинтересованы увеличивать размер своих депозитов.

Объем активов на брокерских счетах, трлн руб.



Источник: ЦБ.

Структура активов на брокерских счетах на конец 1П23





## Предложение акций ограничено

50 трлн руб.

Капитализация рынка акций по индексу Мосбиржи



37,0% — доля акций в свободном обращении по индексу Мосбиржи (50×37,0%)

18 трлн руб.

Капитализация рынка акций в свободном обращении



26%<sup>1</sup> — доля резидентов и дружественных нерезидентов (\$190 млрд \* 26%)

74%<sup>2</sup> — доля недружественных нерезидентов  
Нет доступа к торгам

~4,6 трлн руб.

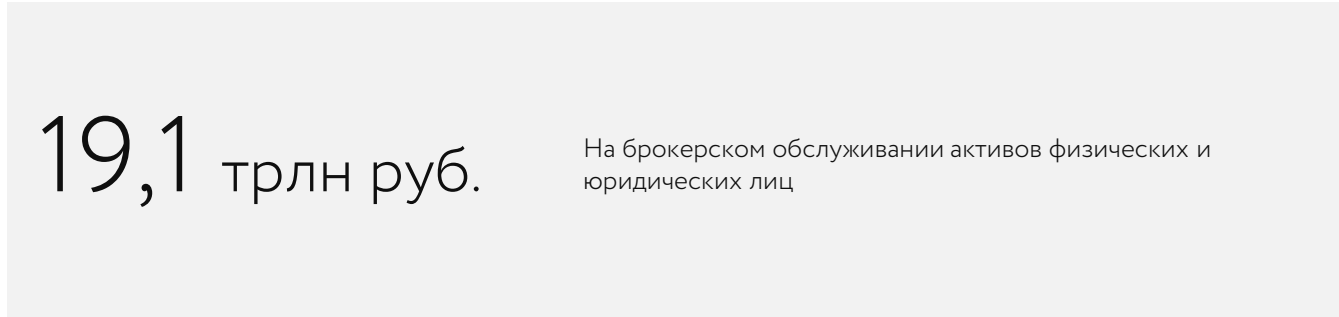
Объем акций, свободных в обращении, на руках у резидентов и дружественных нерезидентов

<sup>1</sup> По заявлениям главы набсовета Мосбиржи Сергея Швецова.

<sup>2</sup> Указ Президента РФ от 01.03.2022 N 81 (с изм. от 03.03.2023) «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации».

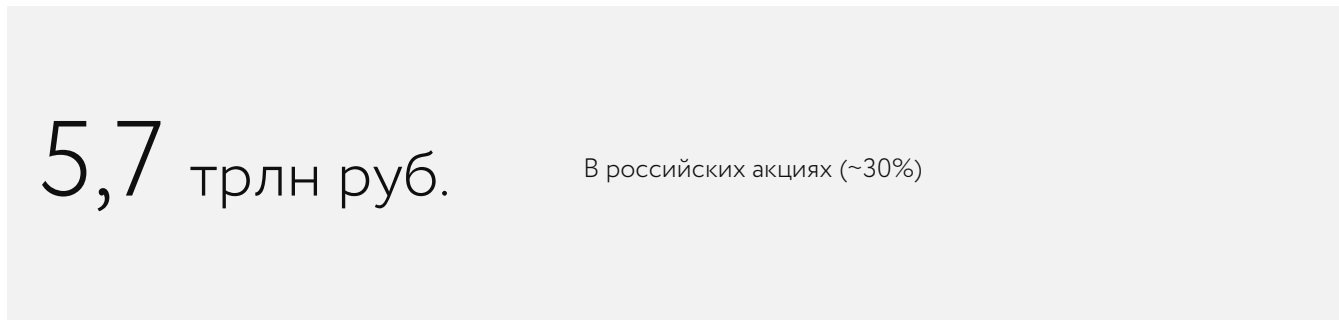
Источник: Мосбиржа, ЦБ, расчеты АТОН.

## Предложение акций ограничено



42% — доля физических лиц

58% — доля юридических лиц

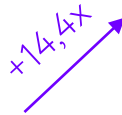


36 трлн руб.

физлиц в депозитах

~2,5 трлн руб.

физлиц в акциях



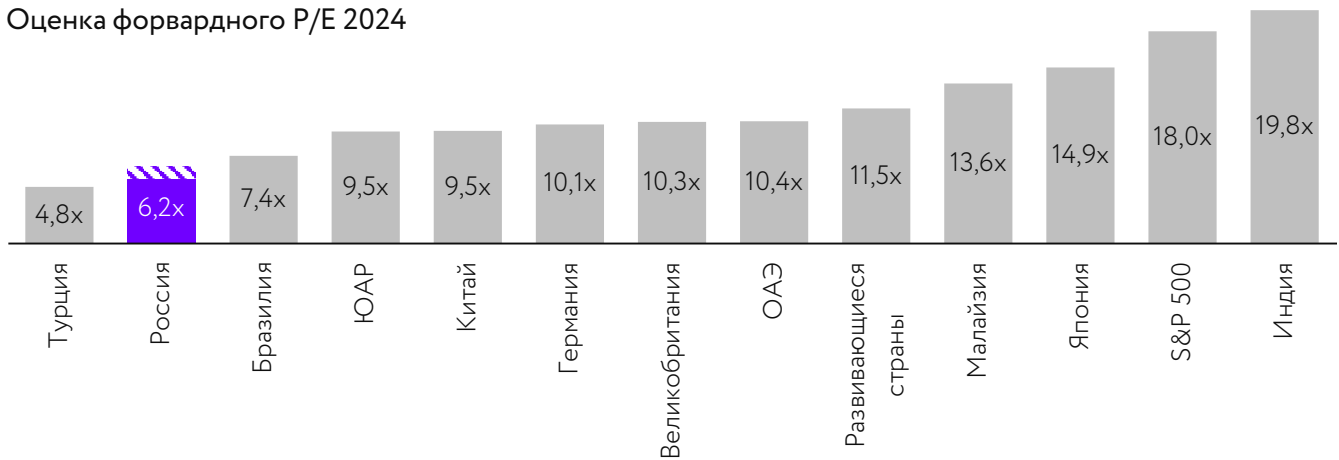
## Низкая оценка российских акций

Рыночная стоимость российских акций остается одной из самых низких по финансовым мультипликаторам среди как развивающихся стран с крупными рынками, так и развитых. В частности, медиана мультипликатора P/E 2024П составляет 6,2х. Дисконт к среднему P/E развивающихся стран исторически составлял у российского рынка около 45-50%. Этот дисконт был связан с высоким уровнем зависимости российского рынка от цен на сырье, а также с преобладанием большой доли спекулятивного капитала иностранных институциональных инвесторов. Сейчас российский рынок фактически изолирован от международных рынков и развивается за счет внутренних инвесторов. Эта ситуация не уникальная. Есть много рынков, которые ограничивают работу международных инвесторов, устанавливают ограничения на движение капитала и при этом уверенно развиваются за счет внутренних инвесторов. В первую очередь приходит на ум внутренний фондовый рынок Китая, который оценивается

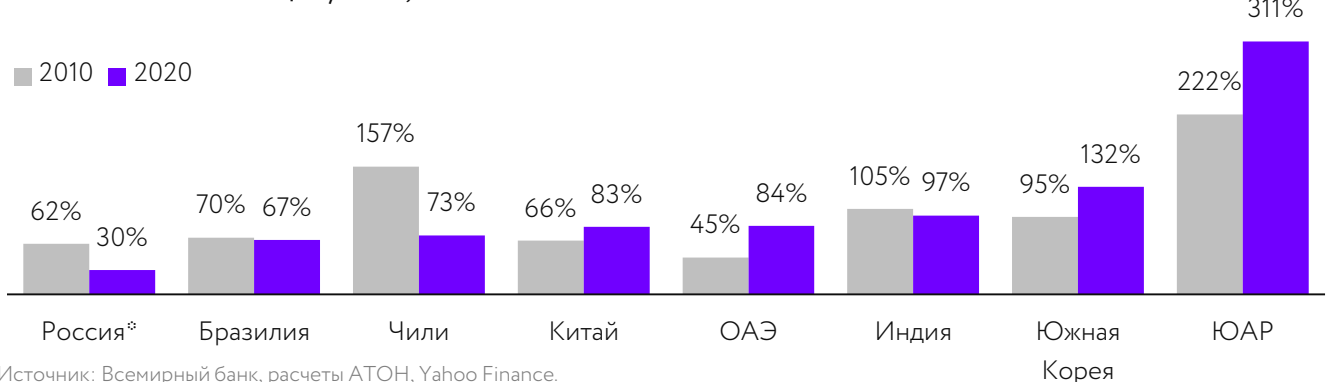
по мультипликатору P/E на уровне 10,0-13,0х, или индийский рынок (20х). Мы считаем, что российский фондовый рынок, будучи в изоляции от международных инвесторов, может постепенно переоцениваться дороже своих исторических значений. В условиях санкций и ограничений на инвестирование за пределами России интерес россиян к российским публичным активам будет расти.

Еще одним аргументом в пользу значительной недооценки российского рынка акций является такой показатель, как отношение капитализации рынка к ВВП страны. Сейчас он, по нашим расчетам, составляет всего 30%, притом что еще 10-15 лет назад этот показатель для России составлял около 60%. Аналогичные показатели по другим странам по данным Всемирного банка составляют 70-100%. Если предположить, что российский рынок постепенно вернется на эти уровни, это предполагает кратный рост стоимости российских акций.

### Оценка форвардного P/E 2024



### Рыночная капитализация / ВВП, %



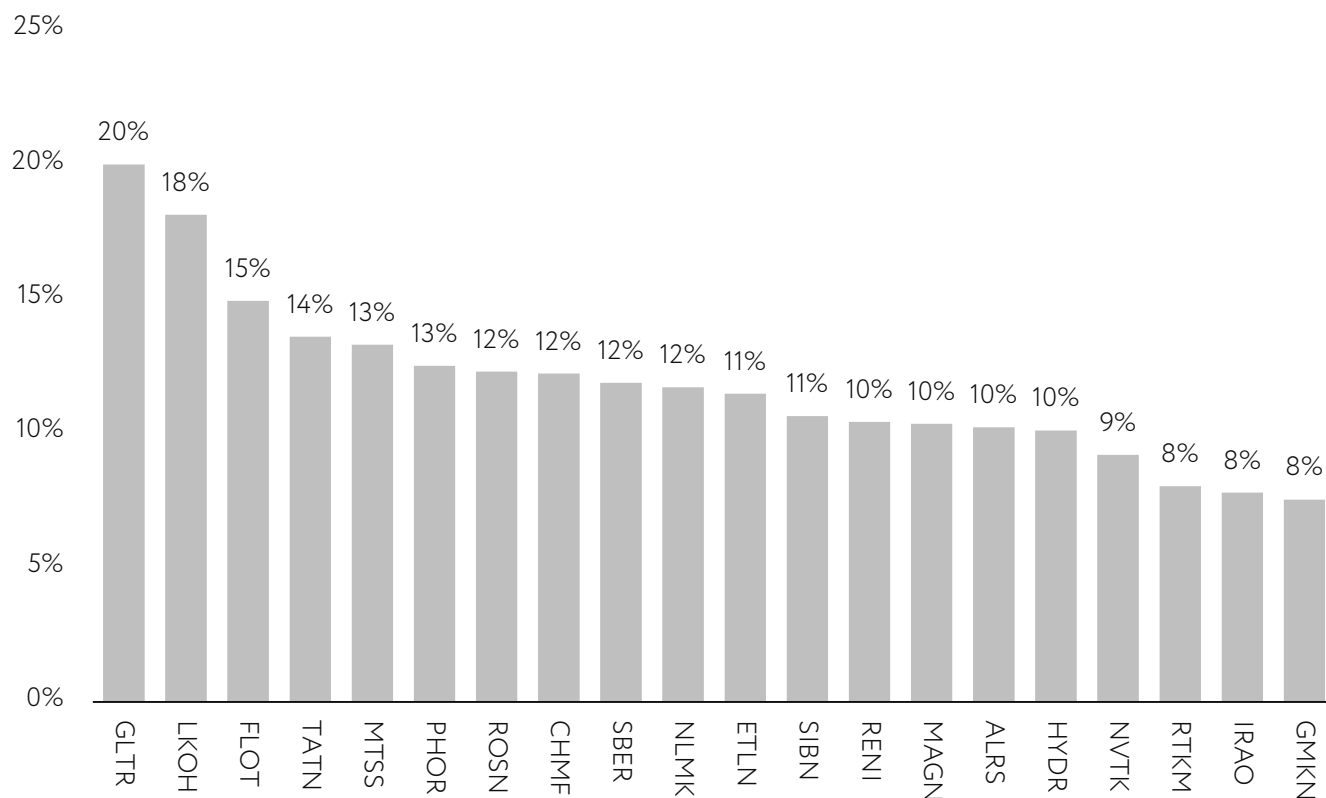
Источник: Всемирный банк, расчеты АТОН, Yahoo Finance.

## Дивиденды 2024

Высокая дивидендная доходность российского рынка всегда была одним из аргументов в его поддержку. Доходность многих российских акций исторически составляла 8-14%. И сейчас многие публичные компании по-прежнему предлагают такие же значения. В первую очередь это происходит в сырьевом секторе («Роснефть», «Татнефть», ЛУКОЙЛ). Однако сейчас этот показатель выглядит менее привлекательно по сравнению с доходностью ОФЗ и корпоративными облигациями, чья доходность заметно выше. Тем не менее готовность российских компаний по-прежнему выплачивать хорошие дивиденды является важным фактором инвестиционной привлекательности российского рынка в глазах частных инвесторов.

- Одни из самых высоких дивидендов традиционно выплачивают нефтяные компании. В конце 2023 г. мы ждем выплат промежуточных дивидендов за I полугодие 2023 г. от «Роснефти» и ЛУКОЙЛа, которые уже их объявили.
- Летом 2024 г. мы ждем дивидендов по итогам 2023 г. от госкомпаний (не менее 50% чистой прибыли) – «Сбера», «Совкомфлота».
- Под вопросом пока остается готовность металлургических компаний («Северсталь», ММК, НЛМК) возобновить выплату дивидендов. Однако мы считаем, что у металлургов есть желание дивидендные выплаты возобновить. Не исключено, что это случится уже в 2024 г. В этом случае их средняя дивидендная доходность, по нашим оценкам, может составить около 12%.

### Дивидендная доходность российских компаний в следующие 12 месяцев\*



\*Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются.  
Источник: данные компаний, расчеты АТОН.

## Сценарий №2: умеренное торможение

Этот сценарий базируется на предположении, что вслед за ключевой ставкой другие процентные ставки на рынке все-таки также повысятся (возможно, с некоторой задержкой). Такой высокий уровень ставок способен сдерживать рост стоимости активов, так как инвесторы требуют большей доходности на свои инвестиции, а высокая доходность облигаций будет привлекать инвесторов больше, чем дивидендные акции. Такая ситуация на рынке может продлиться большую часть следующего года.

Дополнительным ограничением роста рынка может стать постепенное перемещение акций из недружественных стран в российский периметр, что может спровоцировать их локальный «навес». Кроме того, такие сдерживающие факторы, как возможный рост налоговой нагрузки, повышение секционного давления и чрезмерное укрепление курса рубля, могут ограничить рост акций экспортеров, капитализация которых составляет более половины в индексе Мосбиржи. Девальвация рубля, которая произошла в 2023 г., способствовала росту рублевых доходов экспортеров и транслировалась в рост стоимости их акций. В 2024 г. таких резких движений в курсе рубля мы не ожидаем, а значит более важным фактором для экспортеров становятся мировые цены на сырье, которые еще менее предсказуемые, чем курс рубля.

При этом и в этом сценарии экономических оснований для существенной коррекции рынка мы тоже не видим (геополитические риски мы не рассматриваем в связи со сложностью их оценки и прогнозирования) – в условиях неплохой формы российской экономики (Минэкономразвития прогнозирует рост ВВП на 2,3%\* в 2024 году) доходы публичных компаний, по нашим прогнозам, продолжают расти (+17% г/г совокупный прогнозный рост доходов публичных компаний на основе наших финансовых моделей), свободной ликвидности у инвесторов много, а рыночная оценка самих компаний невысока (медиана 2024П Р/Е рынка – 6,2x) даже в условиях высоких процентных ставок.

Потенциальный рост рынка в этом сценарии, по нашим расчетам, может составить в пределах 10-15% до индикативного уровня 3 500 пунктов по индексу Мосбиржи. Мы считаем, что более привлекательно в этом случае для инвесторов будут выглядеть быстрорастущие компании второго эшелона, которые ориентированы на внутренний рынок, в том числе **«Яндекс», Ozon, TCS Group, «Астра», HeadHunter, Henderson, Ренессанс Страхование, Globaltrans**. Инвестиционная идея здесь заключается не в получении дивидендов или низкой оценке, а в хорошем росте бизнеса и увеличении доли рынка на фоне сильного внутреннего спроса на услуги этих компаний.

\*[https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy\\_socialno\\_ekonomicheskogo\\_razvitiya/prognoz\\_socialno\\_ekonomicheskogo\\_razvitiya\\_rf\\_na\\_2024\\_god\\_i\\_na\\_planovyy\\_period\\_2025\\_i\\_2026\\_godov.html](https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_na_2024_god_i_na_planovyy_period_2025_i_2026_godov.html)

## Возвращение первичных размещений акций (IPO)

На фоне роста российского рынка акций и избытка ликвидности у частных инвесторов многие компании приняли решение стать публичными и разместить свои акции на бирже. Ключевые цели размещений, как правило, следующие:

- привлечь инвестиции для ускорения развития;
- получить публичную рыночную оценку своих активов;
- запустить опционную программу для сотрудников с целью повышения их мотивации, что особенно актуально в условиях дефицита рабочих кадров.

В 2023 году свои акции уже разместили пять компаний: «СмартТехгрупп» (CarMoney), Группа «Астра», Henderson, «Южуралзолото». Кроме того, свои акции в 2023-24 гг. планируют разместить такие компании, как «Совкомбанк», «Делимобиль», «Мосгорломбард», завод

«Кристалл». Московская биржа сообщила, что интерес к размещению своих акций проявляют десятки компаний. В этой связи в 2024 году мы ждем большого количества размещений из разных отраслей экономики. В целом рост количества размещений способствует развитию фондового рынка, расширяет доступность инвестиционных инструментов для инвесторов, позволяет диверсифицировать инвестиционные портфели и снизить исторически высокую долю сырьевых компаний на бирже. Рост активности частных инвесторов в будущих первичных размещениях будет зависеть от следующих факторов:

- разумной и привлекательной цены размещения, которая предполагает дисконт к справедливой цене акции;
- наличия дивидендной политики;
- высоких ожидаемых темпов роста эмитентов.

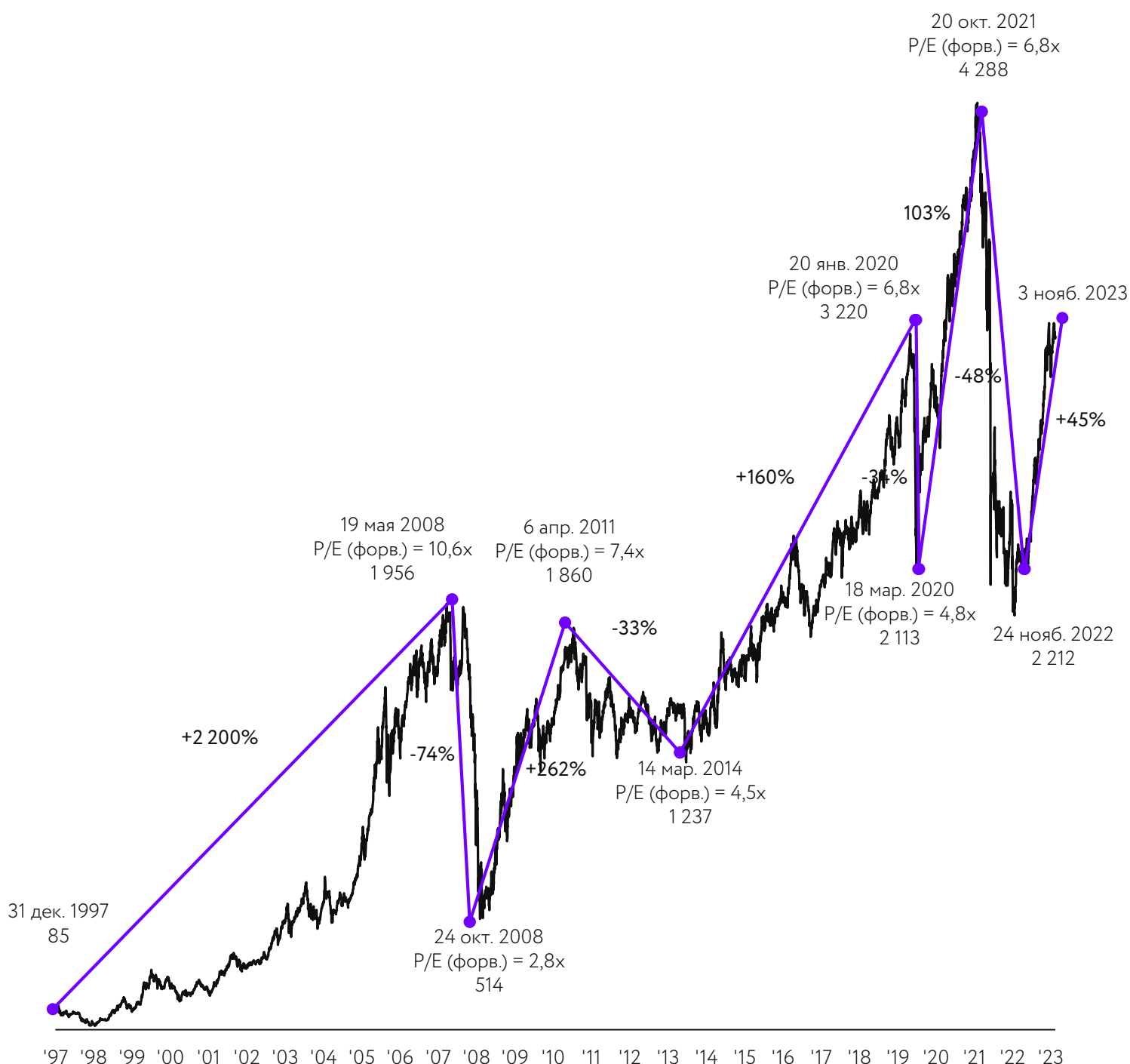
Компании, которые провели или планируют IPO в 2023/24 гг.:

Компания	Сектор	Объем размещения, млн руб	Капитализация, млн руб.
СмартТехГрупп	Микрофинансовые организации	~900	5 860
Группа Астра	Разработка ПО	5 000	106 480
Henderson	Продажа одежды	3 000	27 000
Южуралзолото	Добыча золота	Компания в процессе размещения	
Евротранс	Продажа топлива	Компания в процессе размещения	
Совкомбанк	Финансы	Размещение запланировано до конца 2023 г.	
Мосгорломбард	Финансы	Размещение запланировано в 2023-24 гг.	
Завод Кристалл	Производство алкогольной продукции	Размещение запланировано в 2023-24 гг.	
Делимобиль	Шеринг автомобилей	Размещение запланировано в 2023-24 гг.	

Источник: данные компаний.

## Индекс Мосбиржи в точках перегиба, 1997-2023 гг.

Характеристики	19.05.2008	20.01.2020	20.10.2021	03.11.2023
Индекс Мосбиржи	1 956	3 220	4 288	3 209
Мультипликатор P/E (форвардный)	10,6x	6,8x	6,8x	5,5-6,5x
Дивидендная доходность	1,6%	7,3%	7,3%	10,0%*
Ключевая ставка/рефинансирования	10,5%	6,3%	6,8%	15,0%



\*Топ-20 компаний с наиболее высокой дивидендной доходностью.  
Источник: оценки АТОН.

## Индекс Мосбиржи — «медвежьи» периоды\*, 1997-2023 гг.

- Наибольшая месячная просадка индекса произошла в августе 1998 года (-44%).
- В феврале 2022 года индекс Мосбиржи потерял 30%.
- С вероятностью 95% и 99% месячная просадка индекса составит не более 16% и 23% соответственно.

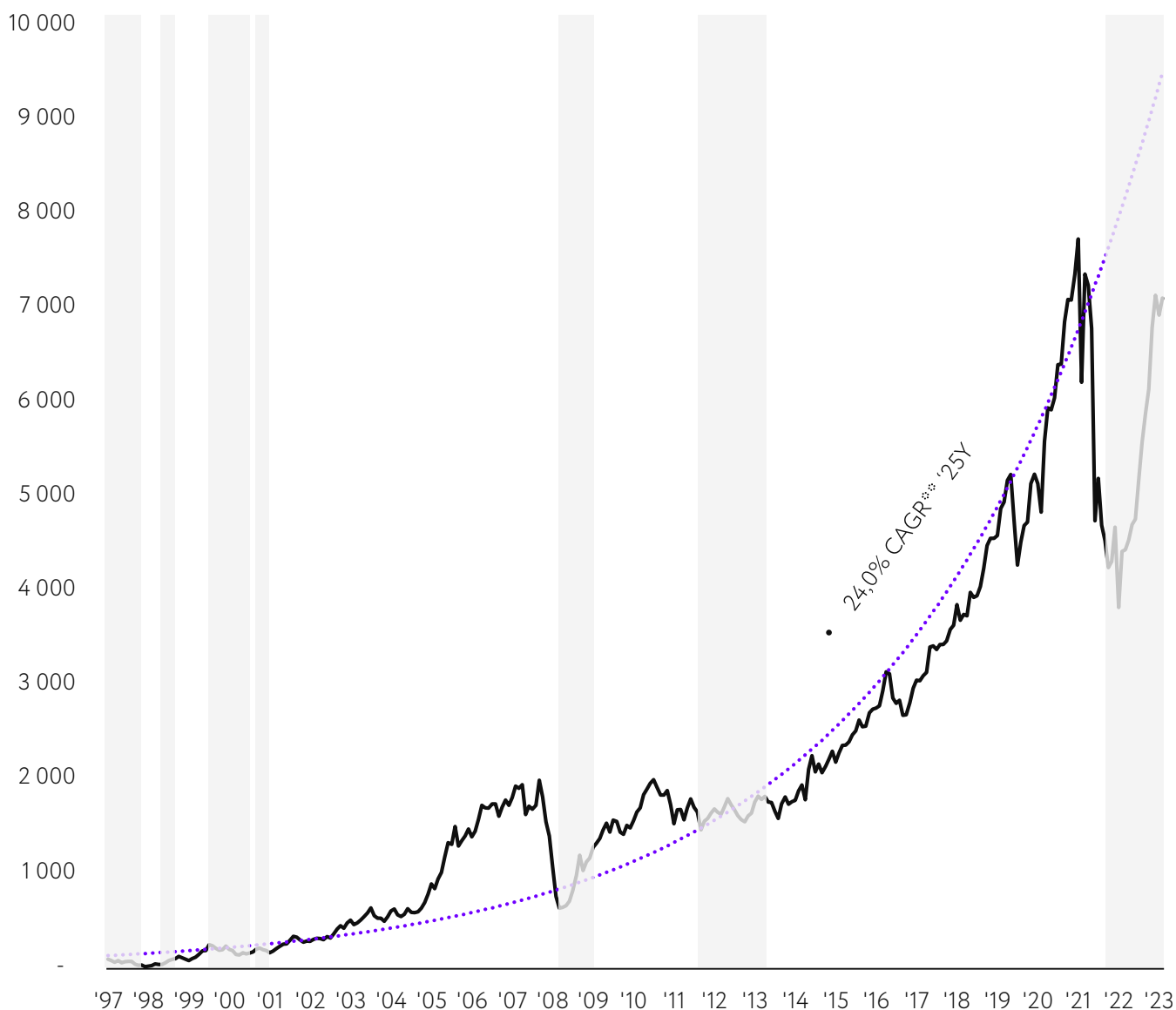
+28%

Средний прирост в течение следующих 12 месяцев после коррекции

9 мес

Средняя историческая продолжительность «медвежьего» рынка в России

Среднегодовая доходность индекса Мосбиржи за 25 лет (с момента создания) — 24,0% с учетом полученных и реинвестированных дивидендов



\* Период определен как длительный рыночный спад, при котором падение цен составило не менее 20% с локальных максимумов.

Окончание «медвежьего» рынка определено как восстановление цен не менее чем на 20% с локальных минимумов.

\*\* Совокупный среднегодовой темп роста.

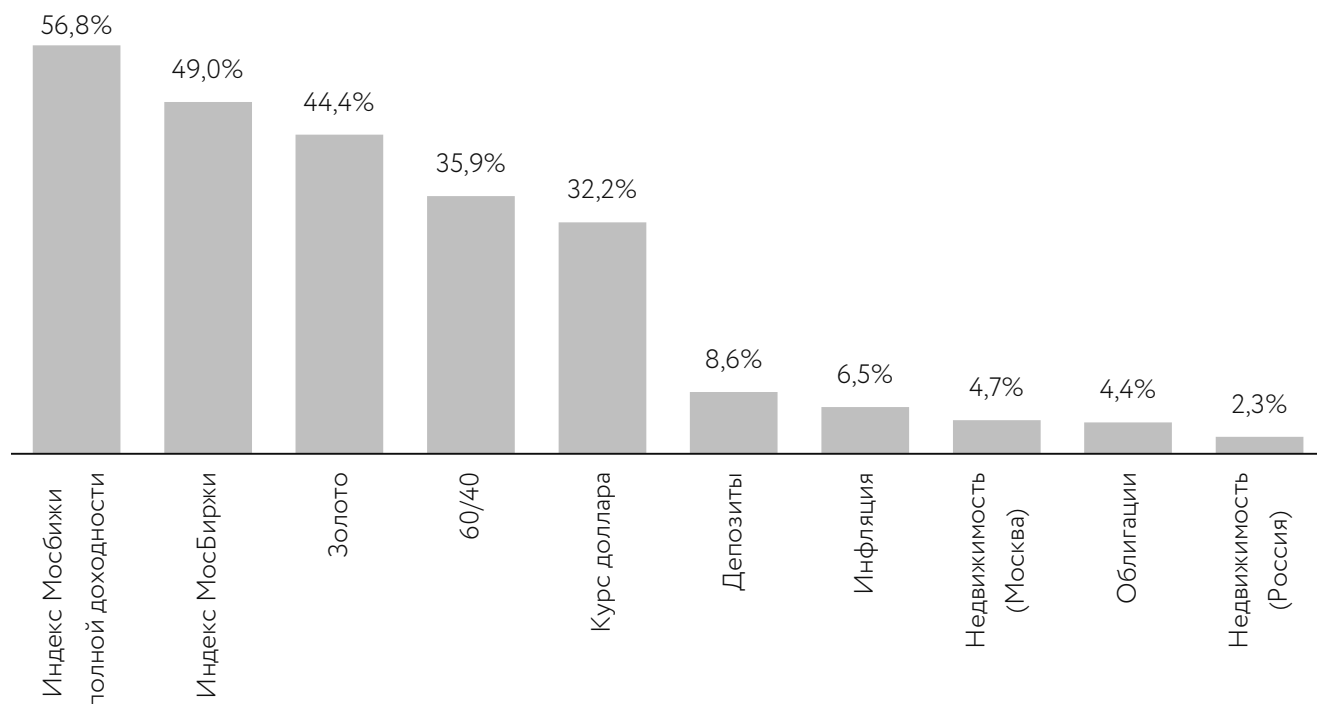
Источник: оценки АТОН.



## Доходность разных классов активов в рублях, в годовом сравнении

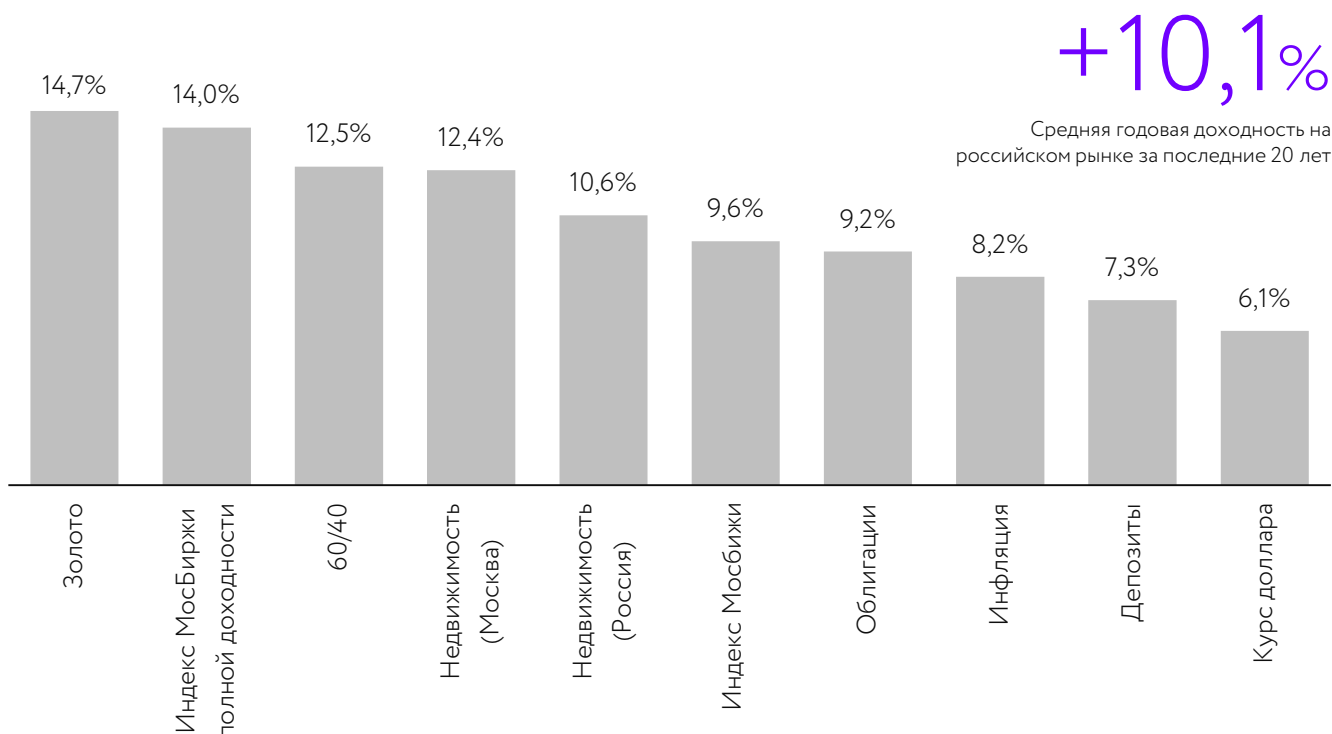
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 с нач. г.
Индекс Мосбиржи полной доходности	н.д.	50,7%	7,3%	84,9%	69,8%	12,7%	66,6%	126,1%	25,3%	14,5%	8,8%	6,3%	1,8%	32,3%	32,8%	0,2%	19,1%	38,5%	14,8%	21,8%	37,3%	56,8%
Индекс Мосбиржи	35,0%	61,4%	7,3%	83,1%	67,5%	11,5%	67,2%	121,1%	23,2%	16,9%	5,2%	2,0%	7,1%	26,1%	26,8%	5,5%	12,3%	28,6%	8,0%	15,1%	43,1%	49,0%
Золото	29,4%	7,0%	3,6%	18,3%	16,0%	20,8%	54,8%	5,6%	27,1%	12,0%	6,1%	16,0%	93,0%	1,8%	13,8%	6,1%	14,6%	15,6%	48,3%	1,6%	9,9%	44,4%
60/40	21,7%	39,4%	9,6%	55,4%	45,2%	10,4%	42,8%	87,2%	20,0%	6,3%	8,9%	7,4%	1,0%	26,4%	24,7%	4,8%	13,2%	29,1%	12,8%	14,0%	34,1%	35,9%
Курс доллара	3,7%	10,4%	1,8%	0,4%	5,8%	7,7%	46,3%	15,1%	1,9%	1,7%	0,9%	17,1%	95,8%	9,6%	20,3%	6,6%	16,4%	2,3%	18,5%	2,2%	9,7%	32,2%
Депозиты	12,8%	11,7%	10,2%	8,4%	8,9%	8,0%	11,2%	11,2%	6,8%	7,8%	8,4%	0,0%	12,3%	8,4%	6,5%	5,3%	5,6%	4,7%	3,4%	5,1%	5,3%	8,6%
Инфляция	15,1%	12,0%	11,7%	10,9%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	5,4%	2,5%	4,3%	3,1%	4,9%	8,4%	11,9%	6,5%
Недвижимость (Москва)	21,1%	37,0%	27,3%	24,3%	71,3%	27,1%	17,0%	2,7%	8,4%	6,9%	4,6%	7,6%	11,0%	1,2%	9,2%	2,6%	5,0%	10,9%	17,2%	23,1%	25,3%	4,7%
Облигации	21,6%	22,5%	13,2%	11,2%	8,2%	7,0%	7,1%	28,8%	12,2%	6,0%	9,1%	8,9%	0,1%	17,6%	12,7%	12,2%	4,4%	15,0%	9,7%	2,4%	11,9%	4,4%
Недвижимость (Россия)	25,6%	22,8%	26,8%	21,4%	43,1%	32,1%	17,5%	7,4%	1,9%	2,1%	10,6%	5,9%	6,1%	1,2%	2,3%	1,4%	4,6%	6,0%	12,6%	21,7%	23,7%	2,3%

## Доходность разных классов активов в рублях с начала 2023 г.



Источник: расчеты АТОН

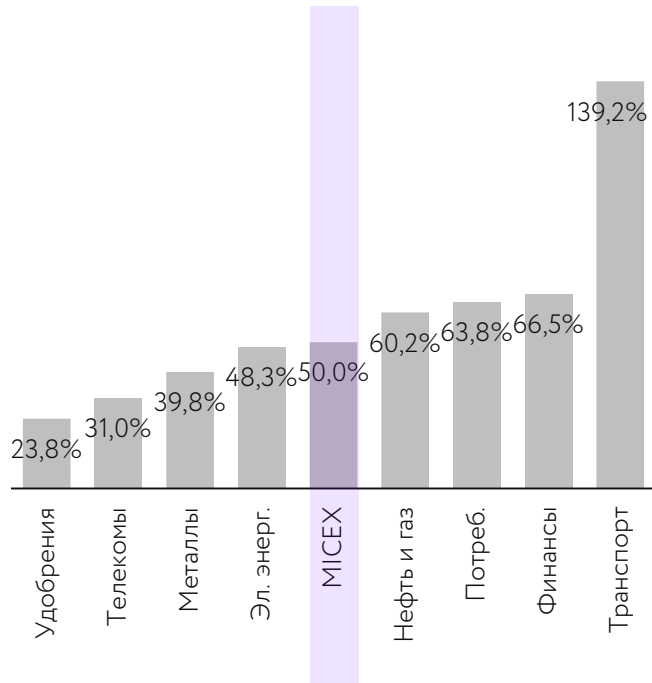
## Средняя годовая рублевая доходность по классам активов за 20 лет (2004-2023 гг.)



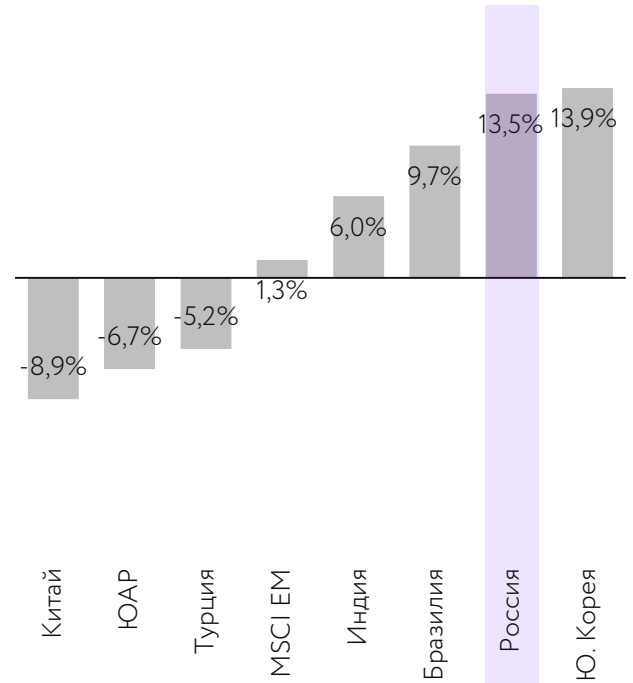
Источник: Росстат, ЦБ РФ, оценки АТОН.

# Динамика российского фондового рынка

Динамика секторов РФ, % с начала года

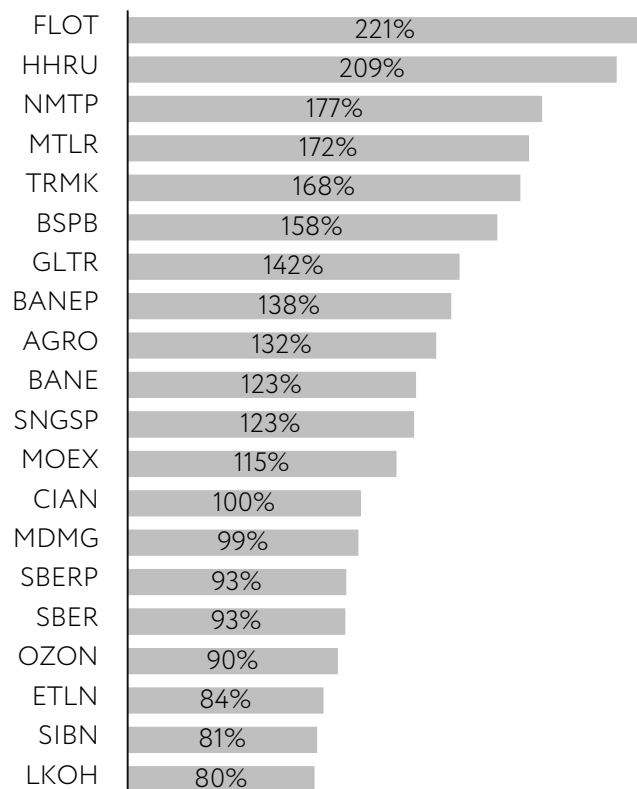


Индекс РТС и другие EM\*, % с начала года

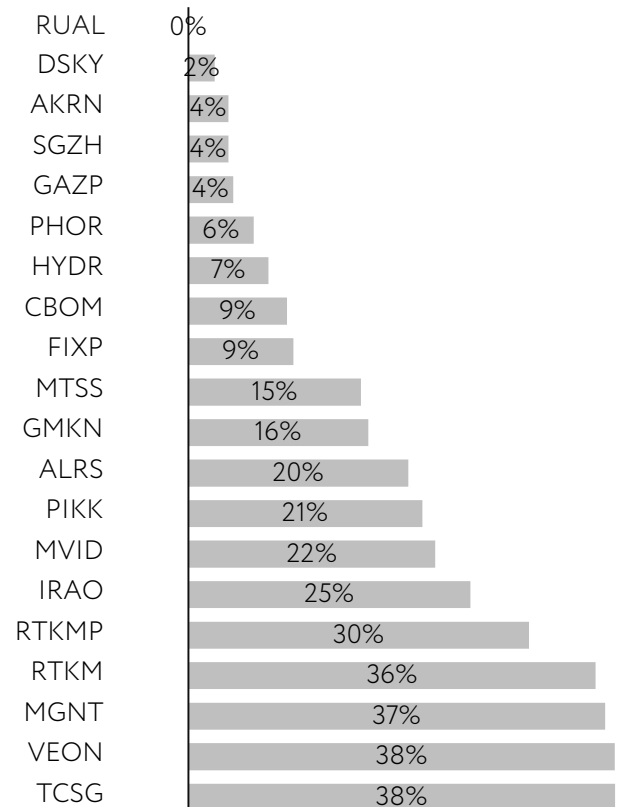


\* Развивающиеся рынки.  
Источник: Мосбиржа.

Топ-20 лучших акций, % с начала года

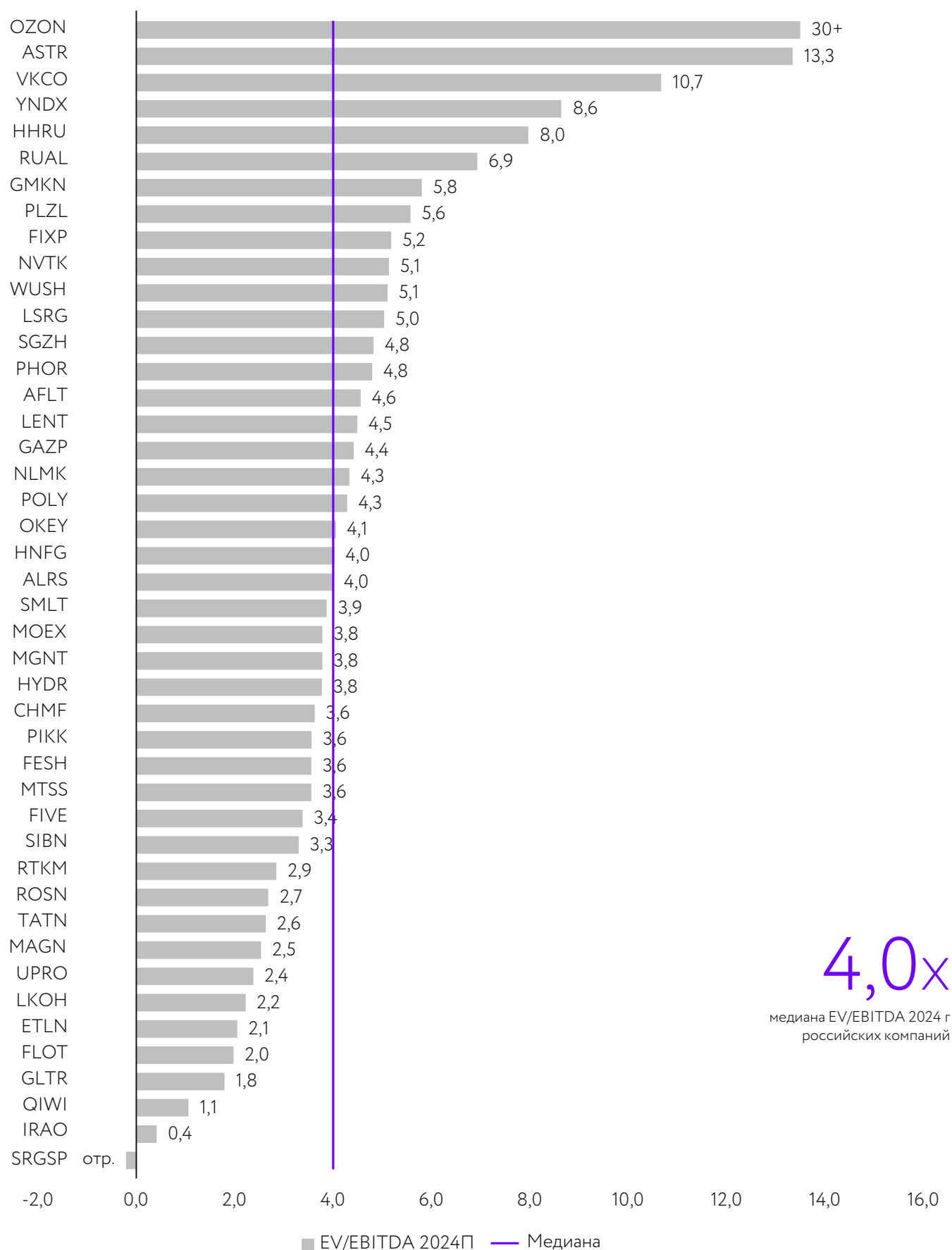


Топ-20 худших акций, % с начала года



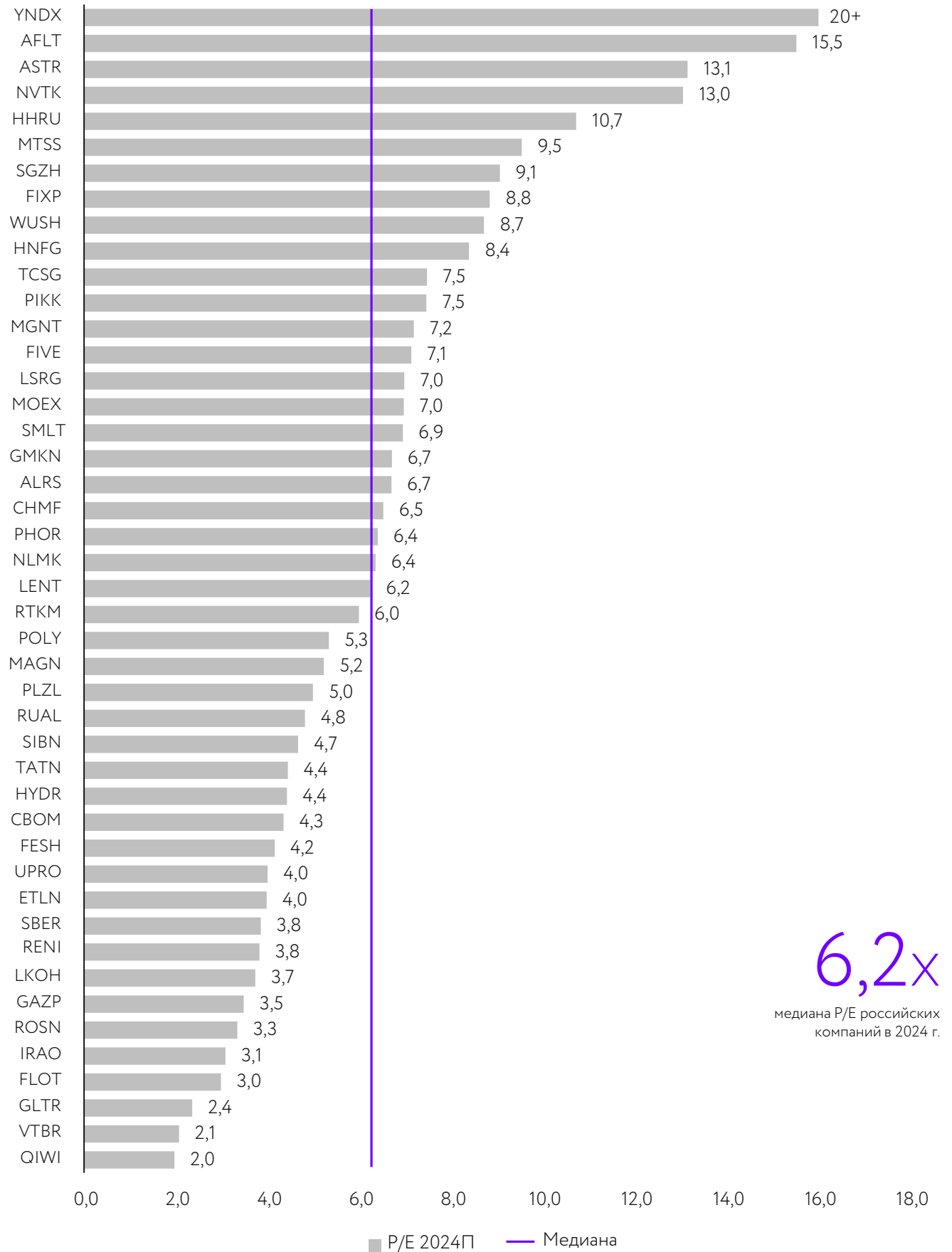
Источник: Росстат, ЦБ РФ, оценки АТОН.

## Ранжирование российских компаний по мультипликатору EV/EBITDA 2024 г.



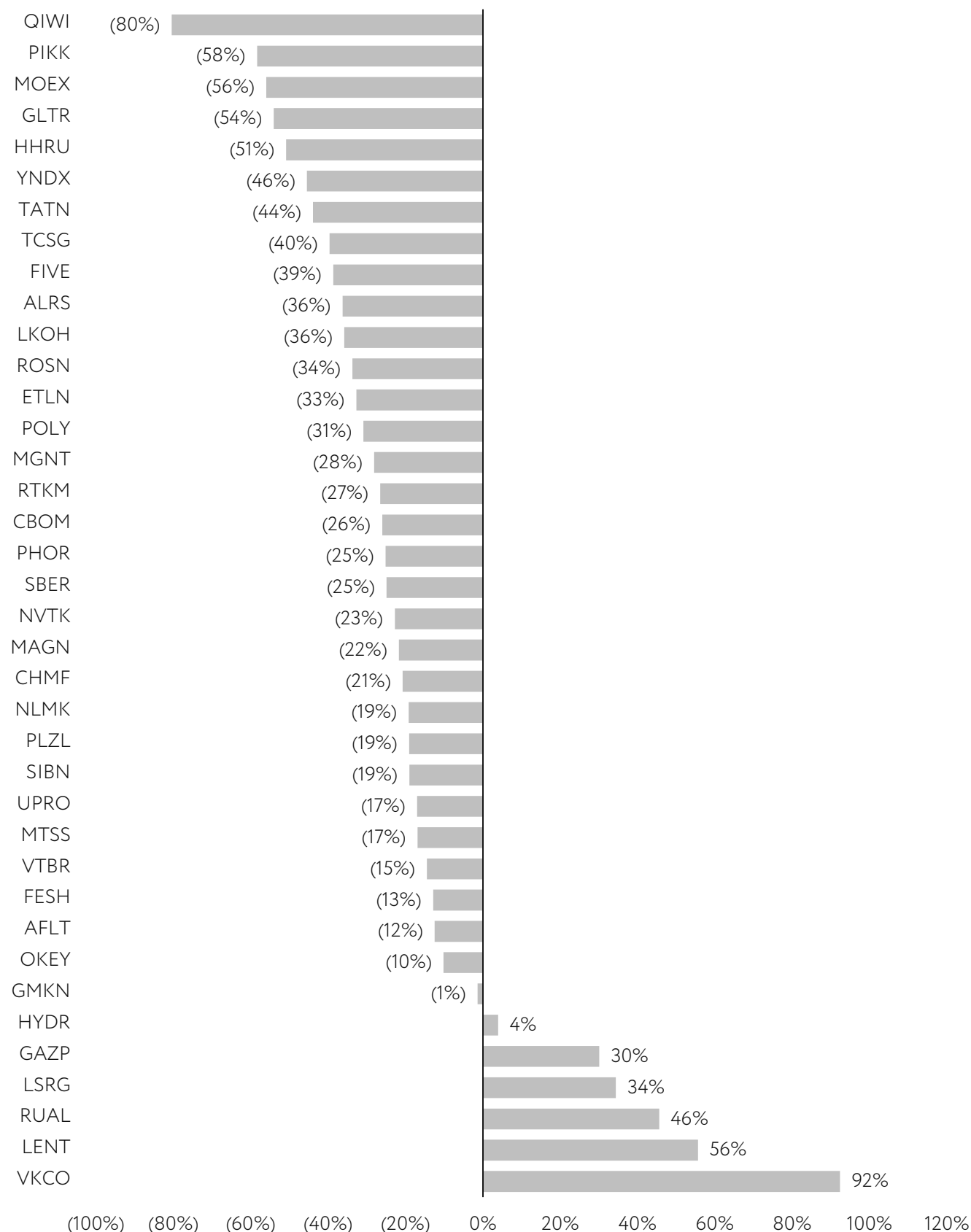
Источник: оценки и прогнозы АТОН.

## Ранжирование российских компаний по мультипликатору P/E 2024 г.



Источник: оценки и прогнозы АТОН.

## Ранжирование компаний по величине премии/(дисконта) к медиане мультипликатора EV/EBITDA за 5 лет (2017-2021)



Источник: данные Мосбиржи, данные компаний, расчеты АТОН.

## Оценка мультипликаторов российских компаний\*

Компания	Тикер	Мсар, млрд руб.	EV/EBITDA**		P/E	
			23П	24П	23П	24П
<b>Нефть и газ</b>						
Газпром	GAZP RX	4,016	4.6x	4.4x	3.8x	3.5x
НОВАТЭК	NVTK RX	4,904	5.4x	5.1x	13.6x	13.0x
Роснефть	ROSN RX	6,176	2.8x	2.7x	3.7x	3.3x
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	5,013	2.4x	2.2x	4.1x	3.7x
Газпром нефть	SIBN RX	3,871	3.4x	3.3x	5.0x	4.7x
Татнефть	TATN RX	1,423	2.8x	2.6x	4.9x	4.4x
<b>Металлы и добыча</b>						
Норникель	GMKN RX	2,751	5.4x	5.8x	6.2x	6.7x
РУСАЛ	RUAL RX	612	7.9x	6.9x	5.5x	4.8x
ММК	MAGN RX	588	2.4x	2.5x	5.1x	5.2x
Северсталь	CHMF RX	1,144	3.6x	3.6x	6.5x	6.5x
НЛМК	NLMK RX	1,159	3.8x	4.3x	5.6x	6.4x
АЛРОСА	ALRS RX	516	3.6x	4.0x	6.0x	6.7x
Полюс Золото	PLZL RX	1,556	5.8x	5.6x	4.8x	5.0x
Полиметалл	POLY RX	257	4.5x	4.3x	5.1x	5.3x
Фосагро	PHOR RX	860	4.5x	4.8x	6.2x	6.4x
<b>Банки и финансы</b>						
Сбер	SBER RX	6,087	0.9x	0.8x	4.1x	3.8x
МосБиржа	MOEX RX	460	4.4x	3.8x	8.1x	7.0x
ВТБ	VTBR RX	723	0.6x	0.5x	1.8x	2.1x
ТКС	TCSG RX	683	2.5x	1.9x	9.8x	7.5x
Qіwі	QIWI RX	39	1.2x	1.1x	2.2x	2.0x
Ренессанс Страхование	RENI RX	53	1.2x	1.0x	4.4x	3.8x
МКБ	CBOM RX	215	0.7x	0.7x	4.1x	4.3x
<b>Транспорт</b>						
Глобалтранс	GLTR RX	103	2.1x	1.8x	2.7x	2.4x
ДВМП	FESH RX	270	3.9x	3.6x	4.5x	4.2x
Совкомфлот	FLOT RX	286	1.6x	2.0x	2.4x	3.0x
Whoosh	WUSH RX	24	7.1x	5.1x	14.3x	8.7x
Аэрофлот	AFLT RX	155	5.3x	4.6x	отриц.	15.5x

\*Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 06.11.2023 г.

\*\*Для банков мультипликатор P/BV.

Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН.

## Оценка мультипликаторов российских компаний

Компания	Тикер	Мсар, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			23П	24П	23П	24П
<b>Недвижимость</b>						
ПИК	PIKK RX	474	3.7x	3.6x	7.8x	7.5x
Эталон	ETLN RX	24	2.3x	2.1x	6.0x	4.0x
ЛСР	LSRG RX	70	5.2x	5.0x	7.0x	7.0x
Самолет	SMLT RX	243	5.0x	3.9x	9.7x	6.9x
<b>Электроэнергетика</b>						
Юнипро	UPRO RX	149	2.5x	2.4x	4.8x	4.0x
РусГидро	HYDR RX	354	4.2x	3.8x	5.0x	4.4x
ИнтерРАО	IRAO RX	308	0.5x	0.4x	3.9x	3.1x
<b>Потребительский сектор</b>						
X5 Group	FIVE RX	622	3.8x	3.4x	7.9x	7.1x
Магнит	MGNT RX	574	4.2x	3.8x	8.3x	7.2x
Лента	LENT RX	88	8.0x	4.5x	отриц.	6.2x
О'кей	OKEY RX	10	4.3x	4.1x	отриц.	отриц.
Fix Price	FIXP RX	308	5.7x	5.2x	10.2x	8.8x
Henderson	HNFG RX	27	5.4x	4.0x	14.8x	8.4x
<b>IT и телекомы</b>						
Яндекс	YNDX RX	944	13.4x	8.6x	111.2x	28.2x
VK	VKCO RX	138	22.4x	10.7x	отриц.	отриц.
Ozon	OZON RX	569	98.1x	24.1x	отриц.	отриц.
HeadHunter	HHRU RX	190	11.2x	8.0x	16.1x	10.7x
Астра	ASTR RX	104	23.5x	13.3x	23.0x	13.1x
MTC	MTSS RX	541	4.0x	3.6x	10.6x	9.5x
Ростелеком	RTKM RX	245	3.0x	2.9x	7.0x	6.0x

\*Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 06.11.2023 г.  
Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН.





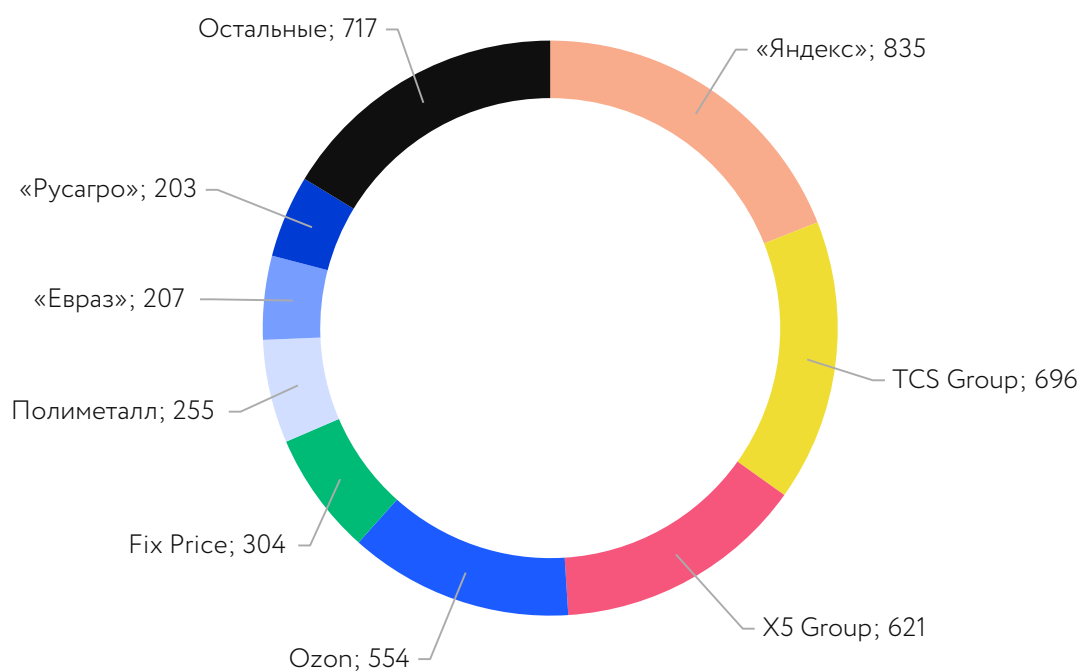
# Редомициляция



## Что такое редомициляция?

- Редомициляция — это смена юрисдикции компании с сохранением структуры бизнеса и его внутренних и внешних отношений, включая организационно-правовую форму.
- Слово происходит от латинского *domicilium* (буквально «место жительства»), а приставка 're' имеет значение «вновь».
- Термин «редомициляция» можно буквально понимать как обновление или смену места жительства.

Суммарная капитализация 20 компаний в недружественных юрисдикциях составляет более 4 трлн руб. (около \$50 млрд)



## Редомициляция отвечает интересам всех участвующих сторон

### Акционеры

- Возможность получать дивиденды\*
- Рост стоимости компаний

### Бизнес

- Обеспечение нормальной операционной деятельности
- Реализация стратегий развития

### Государство

- Более прозрачная структура компаний и налоговые поступления в бюджет

## Возможные схемы смены юрисдикции\*\*

### Прямая редомициляция

- Смена места регистрации на российскую или дружественную юрисдикцию.

### Продажа российских активов за деньги

- Денежные средства могут быть распределены акционерам в форме спец. дивиденда\*\*

### Выделение российских активов за акции

- Создание отдельной компании, акции которой распределяются между текущими акционерами.

\*Выплаты дивидендов не гарантируются.

\*\* Оценочное суждение, вероятность смены юрисдикции не гарантируется.  
Источник: Интерфакс, данные компаний, оценки АТОН.

## Потенциальное возобновление дивидендов\*



ЭТАЛОН

Globaltrans



FIX price



Возможный «пропущенный» дивиденд на акцию	—	15 ₽	86 ₽	139 ₽	12,6 ₽	—	н.д.
--	---	------	------	-------	--------	---	------

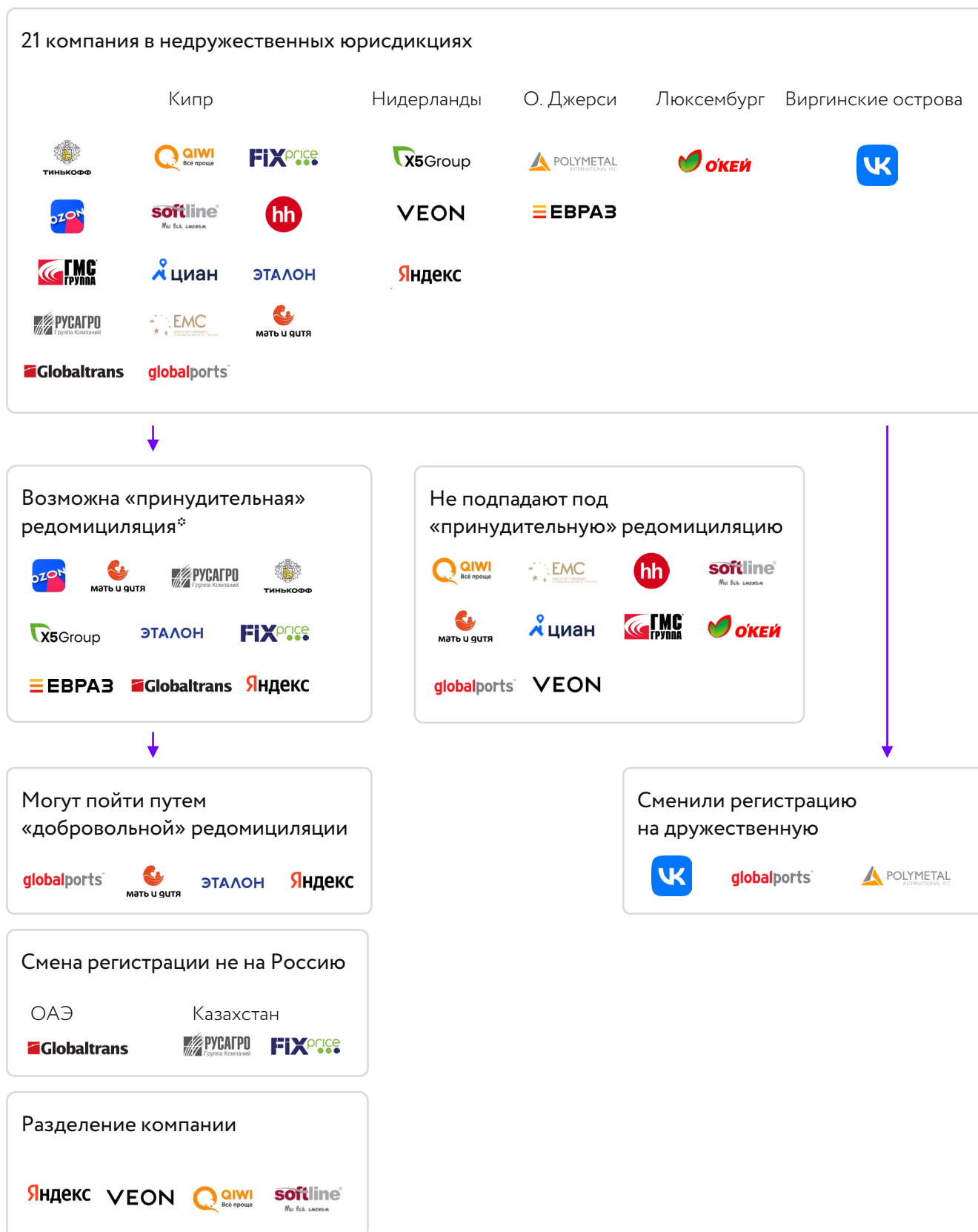
Доходность	—	18%	13%	4%	4%	—	н.д.
------------	---	-----	-----	----	----	---	------

Ожидаемый дивиденд на акцию из будущей прибыли	280 ₽	9 ₽	63 ₽	220 ₽	17,8 ₽	170 ₽	н.д.
--	-------	-----	------	-------	--------	-------	------

Доходность	12%	11%	10%	6%	5%	5%	н.д.
------------	-----	-----	-----	----	----	----	------

\* Оценочное суждение, вероятность возобновления дивидендов и их размер не гарантируются.  
Источник: Интерфакс, данные компаний, оценки АТОН.

## Дорожная карта редомициляции по состоянию на ноябрь 2023\*



\* Оценочное суждение, вероятность смены юрисдикции не гарантируется, Федеральный закон от 04.08.2023 № 452-ФЗ: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202308040059>; РБК: <https://www.rbc.ru/economics/11/05/2023/645cc5829a7947e148e97c2c>; «Коммерсантъ»: <https://www.kommersant.ru/doc/6053233>; Источник: данные компаний, оценки АТОН.

## Законопроекты, призванные содействовать редомициляции

### «Принудительная»

Федеральный закон от 04.08.2023 № 470-ФЗ<sup>\*</sup>  
подписан президентом и опубликован

- распространяется на экономически значимые организации (ЭЗО);
- ограничение или лишение иностранных холдинговых компаний права собственности на российские активы до конца 2024;
- возможность получить акции в прямое владение по решению российского суда;
- возможность получать дивиденды в обход иностранных структур<sup>\*\*</sup>.

### «Добровольная»

Федеральный закон от 04.08.2023 № 452-ФЗ<sup>\*\*\*</sup>  
подписан президентом и опубликован

- призван облегчить добровольную смену места регистрации для иностранных холдинговых компаний;
- совершенствует регулирование деятельности международных компаний (МК) в специальных административных районах (САР);
- предусматривается автоматическая и принудительная процедура конвертации расписок на акции иностранной структуры.

<sup>\*</sup> Федеральный закон от 04.08.2023 № 470-ФЗ: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202308040071>; <sup>\*\*</sup> выплаты дивидендов не гарантируются; <sup>\*\*\*</sup> Федеральный закон от 04.08.2023 № 452-ФЗ: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202308040059>.  
Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН.

## Новые инициативы по ускорению «принудительной» редомициляции

Законопроект  
от 20.10.2023 № 464156-8\*

О внесении изменений во вступивший в силу  
4 августа 2023 закон о «принудительной редомициляции» \*\*

Внесен в Государственную Думу

Предлагается сократить сроки и упростить процедуру вступления в прямое владение акциями ЭЗО\*\*\*. Не требовать:

- получения согласия Банка России на приобретение акций кредитной или финансовой ЭЗО;
- согласия правительственной комиссии по контролю за иностранными инвестициями или ФАС\*\*\*\*;
- соблюдения права на преимущественное приобретение акций и долей ЭЗО.

\* О внесении изменения в статью 13 Федерального закона «Об особенностях регулирования корпоративных отношений в хозяйственных обществах, являющихся экономически значимыми организациями» : <https://sozd.duma.gov.ru/bill/464156-8> ; \*\*Федеральный закон от 04.08.2023 № 470-ФЗ «Об особенностях регулирования корпоративных отношений в хозяйственных обществах, являющихся экономически значимыми организациями» <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202308040071>; \*\*\* Экономически значимые организации; \*\*\*\* Федеральная антимонопольная служба.  
Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН.



## Экономически значимые организации (ЭЗО)

- Список ЭЗО должен быть определен правительством, исходя из соответствия ряду критериев.
- Минпромторг РФ будет представлять в Минэкономразвития предложение о включении организации в список.
- Не предусматривается возможность оспаривания включения организации в список.

### Список критериев\*

### Потенциальный список ЭЗО\*\*

#### 1. Соблюдение одного из следующих условий:

- выручка: не менее 75 млрд руб., стоимость активов: не менее 150 млрд руб.;
- не менее 4 тыс. сотрудников, не менее 10 млрд руб. уплаченных налогов.



#### 2. Системная значимость организации, в т.ч.:

- внедрение технологии для общественно значимых сервисов; участие в создании высокооплачиваемых рабочих мест;
- функционирование в качестве субъекта критической информационной инфраструктуры.

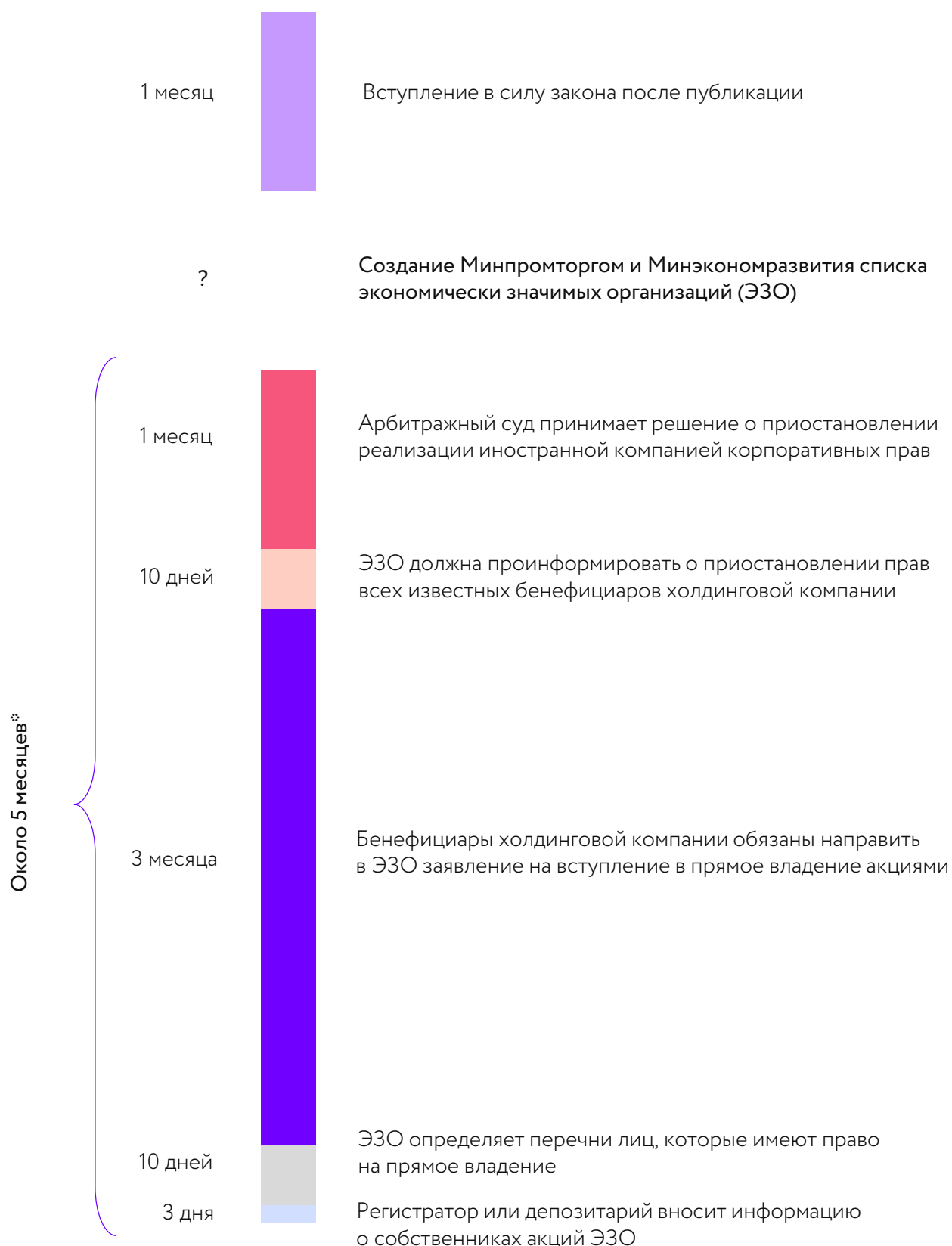


#### 3. Доля российских бенефициаров: более 50%

\* Неполный список критериев, с полным списком можно ознакомиться на основании федерального закона от 04.08.2023 № 470-ФЗ: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202308040071>; \*\* Оценочное суждение аналитиков АТОН, вероятность соответствия критериям ЭЗО не гарантируется.  
Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН.

## Сроки принудительной редомициляции

4 августа 2023 г.



\* Оценочное суждение, редомициляция не гарантируется.  
Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН, <https://sozd.duma.gov.ru/bill/176651-8>.

## Особенности переезда в специальные административные районы\*

<190 участников

из различных отраслей сейчас зарегистрированы в САР

САР — это территории, на которых действует правовой режим специального административного района\*\*.

Режим САР функционирует на о. Русский (Приморский край) и о. Октябрьский (Калининградская область).

**Преимущества:** налог на прибыль в размере 5%, налог на прибыль с дивидендов — 0%, возможность применения норм иностранного права и др.

**Особенности:** сложность и длительность процесса, потенциальная незаинтересованность иностранных акционеров в смене юрисдикции

250 организаций

может насчитываться в САР к концу 2023, в соответствии с ожиданиями Минэкономразвития\*\*.

Примеры переезда компаний в САР:

«РУСАЛ»\*\*\*: в общей сложности у компании «переезд» с острова Джерси на остров Октябрьский занял больше года после исключения компании из санкционного списка и утверждения перерегистрации акционерами.

Еп+ и «Лента» прошли процесс перерегистрации за полгода.

\* Минэкономразвития: [https://www.economy.gov.ru/material/directions/investicionnaya\\_deyatelnost/specialnye\\_administrativnye\\_rayony/](https://www.economy.gov.ru/material/directions/investicionnaya_deyatelnost/specialnye_administrativnye_rayony/);

\*\* Минэкономразвития:

[https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya\\_torosov\\_ozhidaem\\_k\\_koncu\\_2023\\_goda\\_250\\_kompaniy\\_v\\_rossiyskih\\_sar.html](https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya_torosov_ozhidaem_k_koncu_2023_goda_250_kompaniy_v_rossiyskih_sar.html);

\*\*\* «РУСАЛ»: <https://rusal.ru/press-center/press-releases/rusal-zavershil-protsess-redomitsilyatsii/>.

Источник: «Ведомости», «Коммерсантъ», Интерфакс, РБК, оценки АТОН.



# Нефтегазовый сектор

# Инвестиционное резюме компаний российского нефтяного сектора

## ЛУКОЙЛ

ЛУКОЙЛ – наш фаворит в нефтегазовом секторе благодаря его привлекательной оценке в 2,2x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П (против его собственного 5-летнего среднего 3,7x) и заманчивым дивидендам, обеспечивающим доходность 18%\*.

В обстановке текущей турбулентности на рынке мы предпочитаем акции стоимости акциям роста и считаем дивиденды ключевым фактором в инвестиционном кейсе компаний. На наш взгляд, новость о потенциальном выкупе до 25% компании у инвесторов-нерезидентов еще не полностью учтена в цене, и мы видим потенциал роста бумаги на 5-10%\*\*; если правительство даст разрешение на выкуп. Мы ожидаем увидеть более сильные финансовые показатели во 2-м полугодии 2023 г. на фоне ослабления рубля и повышения цен на нефть.

## «Газпром нефть»

Растущая компания\*\*\*, однако на ее инвестиционный кейс оказывает давление ограниченный уровень ликвидности и акций в свободном обращении. На текущий момент компания ускоряет геологоразведку в стратегически значимых направлениях, и мы будем ждать от компании дальнейшей информации о перспективах роста добычи в 2024-2031 гг. «Газпром нефть» – «дочка» «Газпрома», а значит, на нее во многом распространяются те же риски, что и на материнскую компанию. «Газпром нефть» торгуется на уровне 3,3x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П, что предполагает дисконт в 23% против 5-летнего среднего.

## «Роснефть»

«Роснефть» представляет собой сочетание потенциала роста и привлекательной дивидендной доходности\*\*. Проект «Восток Ойл» может привести к росту объемов добычи «Роснефти» в этом десятилетии и должен был стать надежным драйвером акций компании в предстоящем году, однако пока неясно, не изменится ли эта парадигма из-за геополитической обстановки. Нефтегазовый сектор остается нашим фаворитом, в то время как действия ОПЕК+ подтверждают приверженность курсу на поддержание цен на нефть выше \$70 за баррель. «Роснефть» торгуется на уровне 2,7x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П, что предполагает дисконт в 36% против 5-летнего среднего.

## «Татнефть»

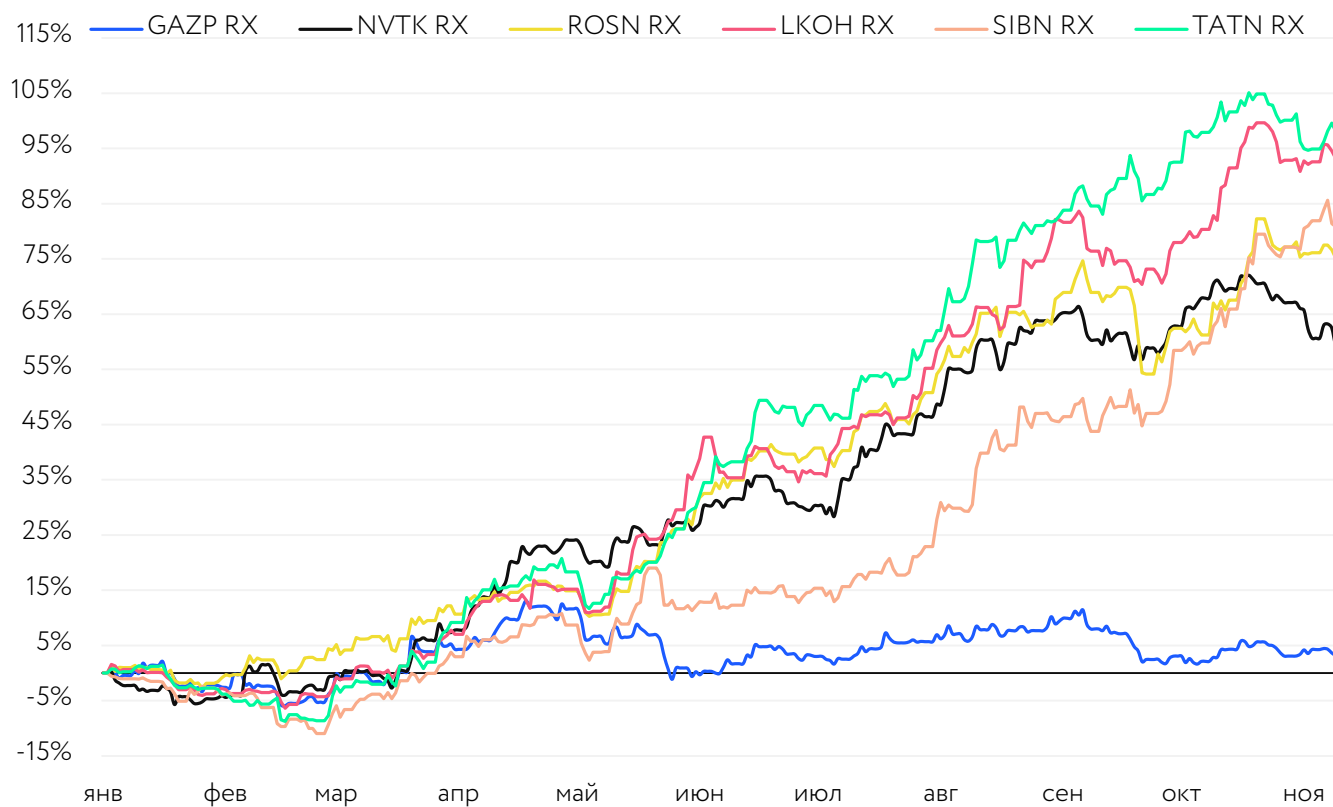
Средняя по объемам российская нефтяная компания – производство нефтепродуктов в 2022 году составило 16,2 млн тонн. Центральным пунктом инвестиционного кейса «Татнефти» является НПЗ ТАНЕКО с 15-летней историей – современный нефтеперерабатывающий комплекс с передовыми технологическими решениями. Стратегия развития компании предполагает рост добычи с 29,1 млрд барр. в сутки до 40,5 млрд барр. в сутки к 2030 году (CAGR 4,2%), а также дальнейшее развитие переработки. Как и для остальных компаний сектора, основным драйвером стоимости акций Татнефти является динамика цен на нефть, а ключевыми рисками – санкционные ограничения. «Татнефть» торгуется на уровне 2,1x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает дисконт в 61% против 5-летнего среднего.

\* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются;

\*\* ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется; \*\*\* «Газпром нефть»: <https://www.gazprom-neft.ru/company/about/strategy/>.

Источник: данные компаний, оценки АТОН.

Динамика стоимости акций компаний нефтегазового сектора в рублях, с начала года (по 9 ноября 2023)



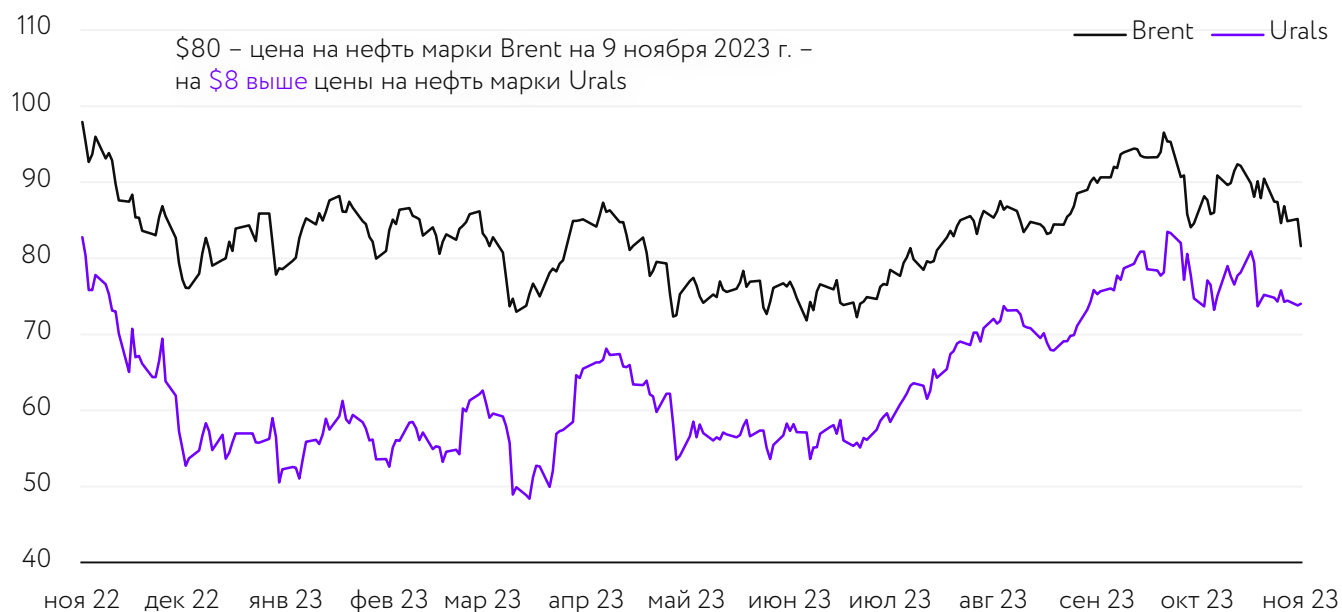
Источник: Мосбиржа, оценки АТОН.

## Цены на нефть показывают признаки охлаждения

Цены на нефть марки Brent упали ниже \$81 за баррель, растеряв около 12% в последние три недели на фоне растущей обеспокоенности в отношении мирового спроса, а также снижения премии за риск, закладывавшейся трейдерами в цену из-за конфликта на Ближнем Востоке. На поставки с Ближнего Востока — источника примерно трети мировой нефти — текущая ситуация практически не повлияла, в то время как поставки из России и США увеличиваются.

Что касается российской нефти, дисконт Urals к Brent в последние месяцы сужается до менее \$10 за баррель, в то время как с 1 июля 2023 г. дисконт Urals к цене Brent в налоговых целях для нефтяной отрасли составляет \$25 за баррель. По прогнозу ЦБ РФ, цена на Urals в 2023 составит в \$83/барр., в 2024 — около \$80/барр.

### Спотовые цены на нефть марки Brent и Urals, \$/барр.



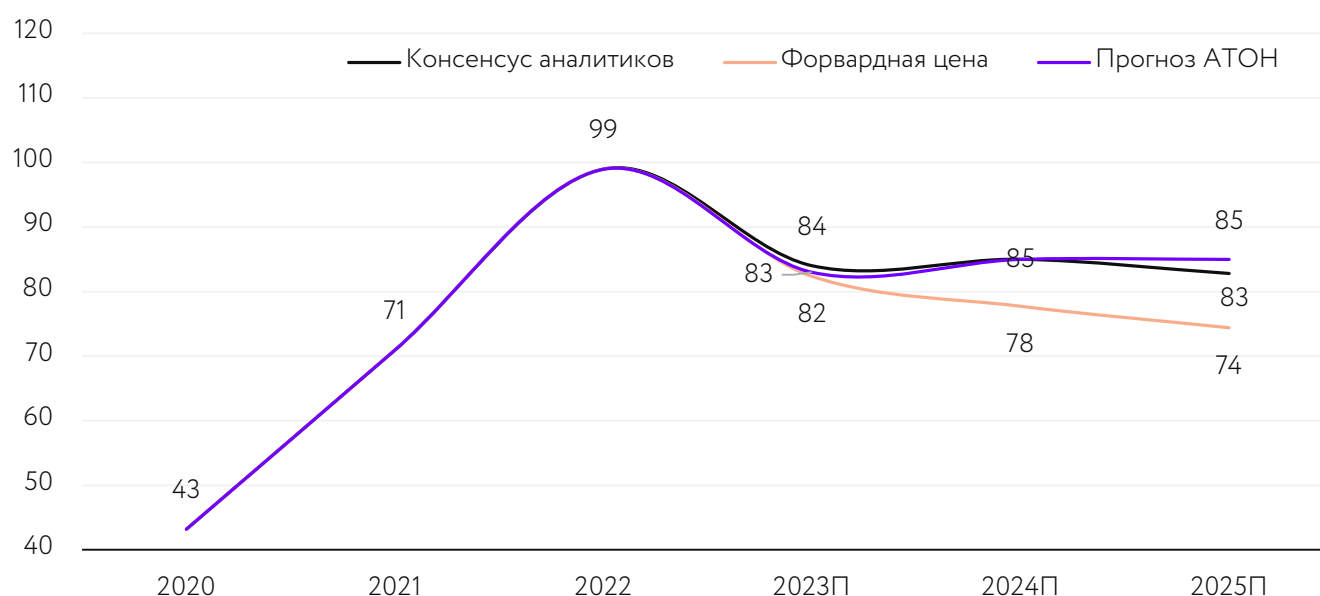
**Фактор спроса.** Ожидается, что в 2024 году мировой спрос на нефть вырастет на 2,2 млн баррелей в сутки, чему могут способствовать рост мировой экономики, а также улучшение ситуации в экономике Китая.

**Фактор предложения.** Ожидается, что сокращение добычи ОПЕК+ сохранится до конца 2024 года и компенсирует рост добычи в странах, не входящих в ОПЕК. На текущий момент Саудовская Аравия уже продлила добровольное сокращение добычи

нефти на 1 млн барр./сут. до конца 2023 года. В то же время риски перебоев в поставках и волатильность цен усиливаются на фоне потенциального распространения конфликта на Ближнем Востоке.

В настоящий момент мы считаем фундаментально обоснованной цену около \$85/барр. в 2024\* – в рамках консенсуса аналитиков и несколько ниже прогноза Минэнерго США в \$88,2/барр.

### Спотовые цены на нефть марки Brent и Urals, \$/барр.



\* Ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется.  
Источник: ОПЕК, МЭА, оценки АТОН.



## Ограничение добычи поддержит баланс на мировых нефтяных рынках

В последнем месячном отчете ОПЕК оставил неизменными свои прогнозы по мировому спросу на нефть в 2024, ожидая восстановления на 2,2 млн барр. в сутки в следующем году, причем наибольший вклад могут внести Китай, Индия, Ближний Восток и другие страны Азии.

Рост предложения в 2024 г., по данным МЭА, может составить 1,6 млн барр. в сутки на фоне снижения целевых показателей

добычи странами ОПЕК+, а также добровольного сокращения добычи Саудовской Аравией.

Мы ожидаем, что рынок в целом останется сбалансированным с возможностью незначительного профицита во 2-м полугодии 2024 г.

Мировой баланс производства и потребления жидких видов топлива, млн барр./сут.

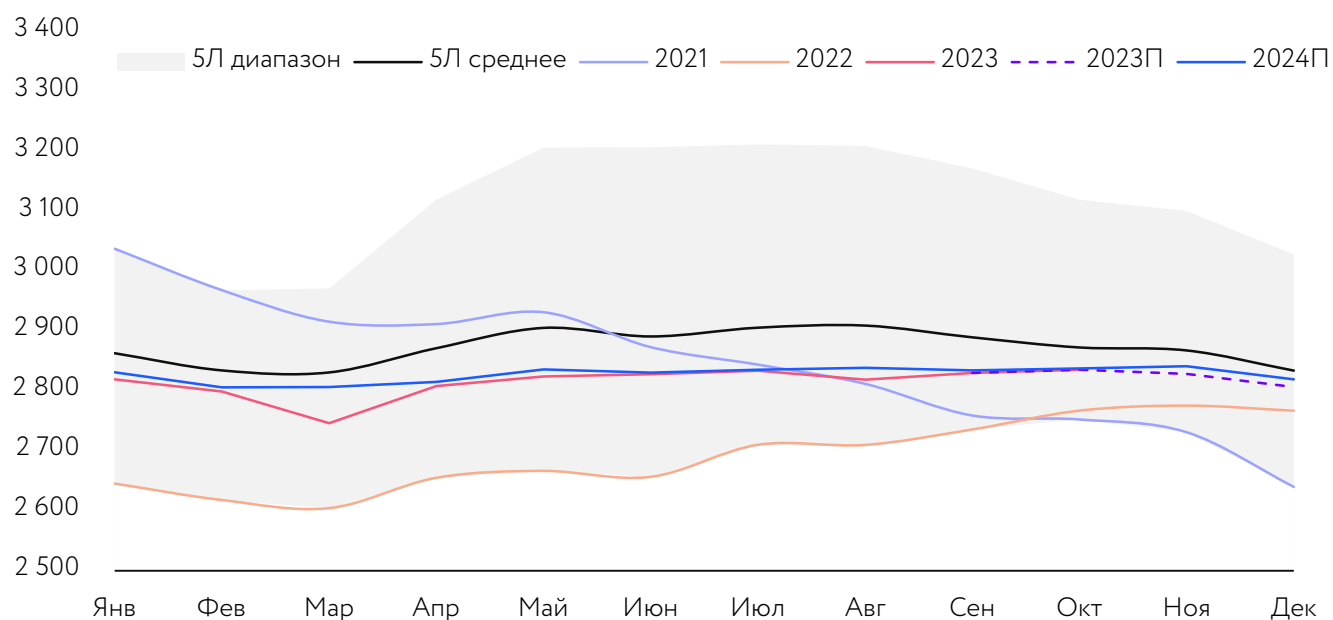


## Запасы нефти в странах ОЭСР остаются ниже средних

В октябре 2023 года коммерческие запасы нефти стран ОЭСР выросли на 5 млн барр. по сравнению с сентябрем и составили 2 835 млн барр., что всего на 1% ниже их среднего значения за 5 лет и превышает уровень октября 2022.

В сравнении со средним уровнем 2015-2019 гг. (референтный уровень эффективности реализации сделки ОПЕК+) запасы в октябре были ниже более чем на 120 млн барр. (или на 3%).

Мировые запасы сырой нефти и жидкого топлива на конец периода, страны ОЭСР, млн барр.



## Добровольное сокращение нефтедобычи Россией и Саудовской Аравией

В сентябре производство нефти (без газового конденсата) в России составило 9,5 млн барр. в сутки, оставшись неизменным по сравнению с предыдущим месяцем. Таким образом, Россия добывает примерно в рамках целевого уровня ОПЕК+.

В сентябре вице-премьер РФ Александр Новак объявил о продлении сокращения экспорта нефти из России в размере 0,3 млн барр./сут. до конца 2023\*. При этом российские власти допускают возможность снижения добычи нефти, в том числе на фоне ремонтов на НПЗ - решения на этот счет будут приниматься на ежемесячной основе. Напомним, что в июле-августе РФ сократила объем экспорта на 0,5 млн барр./сут.

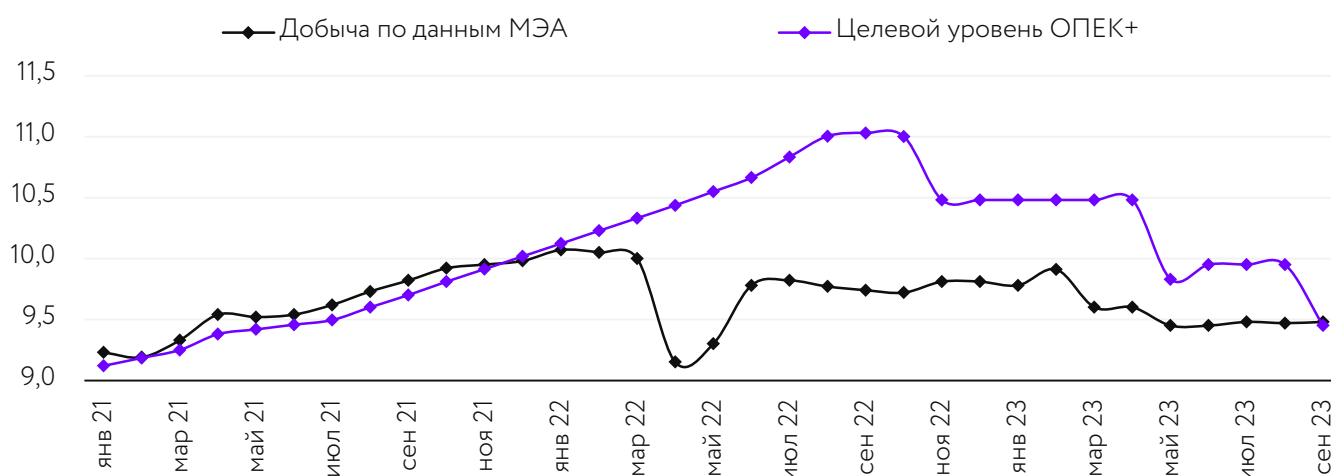
С марта этого года и до конца 2024 г. РФ также добровольно сокращает добычу нефти на 0,5 млн барр./сутки. При этом снижение не касается договоренностей в рамках сделки ОПЕК+.

Саудовская Аравия также объявила о продлении сокращения нефтедобычи на 1 млн барр./сут. с июля и до конца года\*\*. Также, на 1,4 млн барр. сут. до 40,5 млн барр. запланировано снижение квот ОПЕК+ по добыче с 1 января 2024 года.

По словам вице-преьера РФ Александра Новака, добыча нефти в России в 2023 прогнозируется на уровне 525-527 млн тонн против 535 млн тонн в прошлом году\*\*\*. Добыча в 2024 прогнозируется на уровне 523 млн т, при этом не исключается возможность продления соглашений России и ОПЕК по ограничению добычи нефти на 2024 год.

В более долгосрочной перспективе добыча нефти и газового конденсата в России прогнозируется на уровне 497 млн тонн в 2025 и 508 млн тонн в 2026\*\*\*\*.

### Добыча нефти (без газового конденсата) в России, млн барр. в сутки

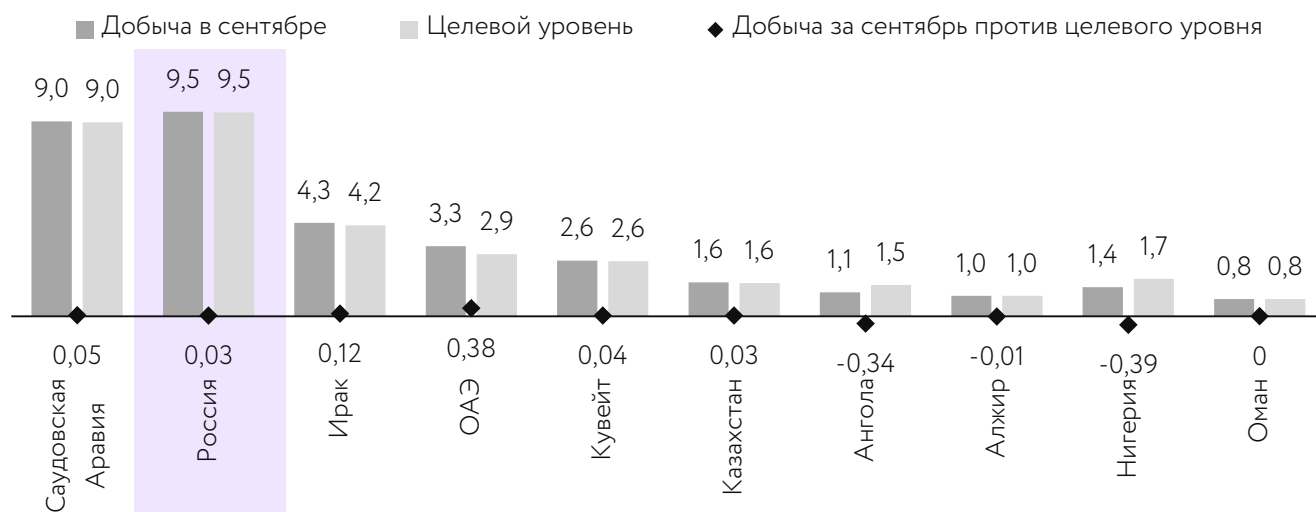


\* Интерфакс: <https://www.interfax.ru/russia/919330>; \*\*Интерфакс: <https://www.interfax.ru/world/919333>;

\*\*\* Интерфакс: <https://www.interfax.ru/business/925485>; \*\*\*\* ТАСС: <https://tass.ru/ekonomika/18821189>.

Источник: Коммерсантъ, Интерфакс, ОПЕК, МЭА, оценки АТОН.

## Добыча ОПЕК+ в сентябре по сравнению с целевым уровнем, млн барр. в сутки



Источник: ОПЕК, МЭА, оценки АТОН

## Инвестиционное резюме компаний российского газового сектора

### «Газпром»

Цены на природный газ продолжают свое снижение с пиковых уровней 2022. Около 70% от продаж «Газпрома» на текущий момент осуществляется на внутреннем рынке по низким рублевым ценам. По нашим оценкам, экспорт в Европу по итогам 2023 г. может снизиться до 24 млрд куб. м со 175 млрд куб. м в 2021. В то же время мы не ожидаем быстрого восстановления экспортных поставок, поскольку Китай сможет заместить выбывшие объемы экспорта в Европу только на 60% к 2030 году. «Сила Сибири-2» еще находится в стадии согласования. Среди производителей газа мы предпочитаем НОВАТЭК, учитывая риски для «Газпрома» от резкого снижения поставок в Европу. «Газпром» торгуется на уровне 4,4x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает премию 26% против 5-летнего среднего. Мы оцениваем вероятность выплаты дивидендов по итогам 2023 г. как низкую\*.

### НОВАТЭК

НОВАТЭК входит в тройку крупнейших мировых компаний по доказанным запасам газа (17,6 млрд барр. н.э.). Технология «Арктический каскад» успешно развивается и, с нашей точки зрения, может позволить НОВАТЭКУ продолжать реализовывать планы по увеличению производства, несмотря на внешние ограничения. Преимуществом НОВАТЭКа также является гибкость поставок СПГ, включая поставки на премиальные рынки. Компания предлагает перспективную историю роста, предполагающую увеличение производства в среднем на 5% ежегодно за счет запуска «Арктик СПГ-2» и «Обского СПГ». В то же время введение санкций США против ООО «Арктик СПГ-2» может усложнить логистические маршруты, а также исполнение обязательств по долгосрочным контрактам.

\* Ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется. Источник: данные компаний, оценки АТОН.

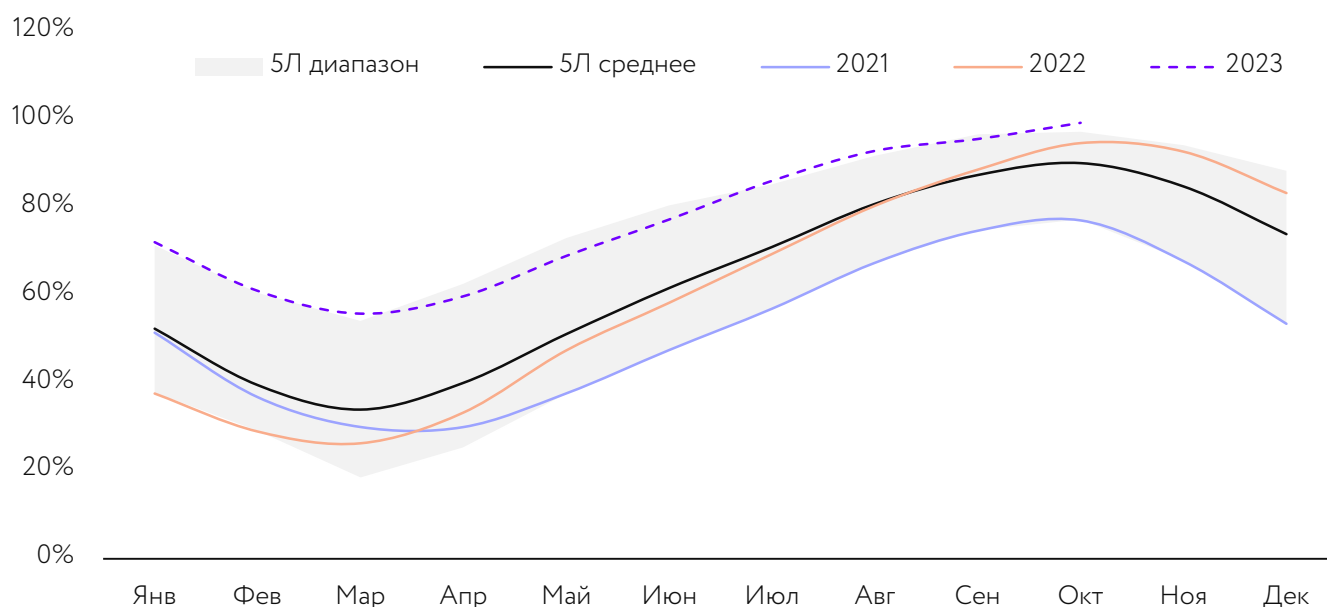
## Высокий уровень заполненности ПХГ не гарантирует успешное прохождение последующих зим

Заполненность газовых хранилищ Европы на конец октября составила 99% против 95% на тот же момент времени в прошлом году и среднего 5-летнего уровня 90%. Хранилища крупных европейских стран заполнены почти на 100% (Германии – на 100,1%, Франции – на 100%, Испании – на 100,4%) в том числе благодаря снижению потребления электроэнергии.

На фоне высокой заполненности газовых хранилищ европейские энергетические компании начали обращаться к Украине, где расположены крупнейшие резервуары в Европе.

Высокий уровень запасов снижает риски нехватки газа в Европе этой зимой, однако риски перебоев поставок и снижения температурных условий могут дополнительно снизить уровень отбора газа из хранилищ.

### Заполненность газовых хранилищ в Европе, %



## Цены на газ в Европе снижаются по мере ослабления опасений

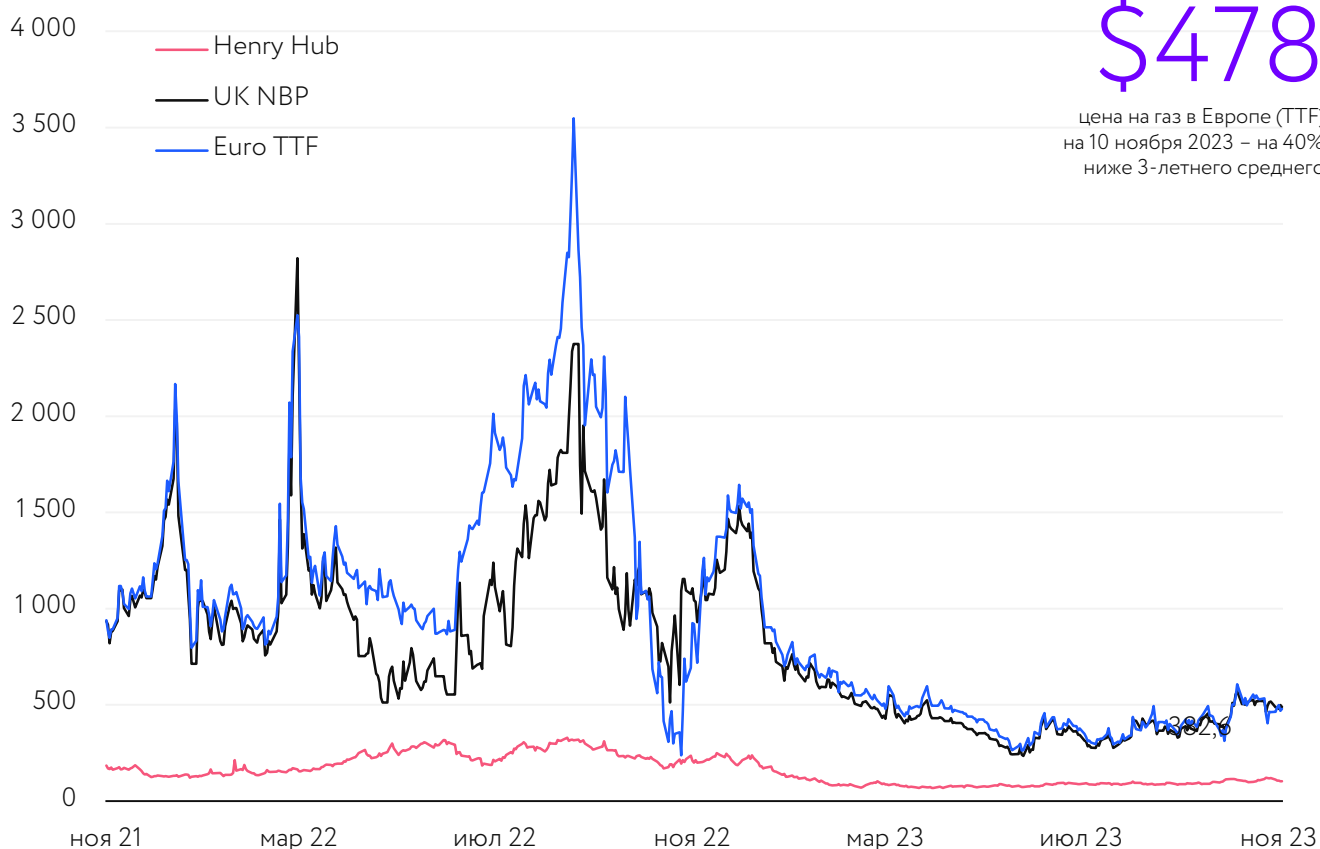
Котировки цен на газ в Европе (хаб ТТФ) продолжают снижение с более чем \$600/тыс. куб. м в середине октября до менее \$480/тыс. куб. м на фоне прогнозов мягкой погоды в Европе, а также ослабления опасений в отношении добычи топлива в Израиле. В дальнейшем давление на цены может оказать ухудшение погодных условий.

Конфликт на Ближнем Востоке привел к прекращению добычи газа на крупном израильском месторождении Тамар 7 октября 2023, на которое приходится более 10 млрд куб. м добычи газа в год в Израиле. Это привело к росту котировок более чем на 40%, однако впоследствии по мере ослабления опасений цены растеряли свой рост. Тем не менее сохраняются риски дальнейшей эскалации конфликта.

В 2024 году цены на газ могут быть под давлением ограниченного предложения на фоне экспортных ограничений, что может толкнуть котировки выше \$500/тыс. куб. м. В то же время в среднесрочной перспективе цены на газ могут нормализоваться на фоне запуска новых заводов по производству сжиженного природного газа в 2025-2026 гг.

В текущей ситуации газовый рынок является очень волатильным и трудно прогнозируемым, однако мы не ожидаем снижения равновесных цен ТТФ/NBP в среднесрочной перспективе ниже \$400-450/тыс. куб. м, что в целом совпадает с рыночными прогнозами.

### Спотовые цены на газ, \$/тыс. куб. м



# \$478

цена на газ в Европе (ТТФ)  
на 10 ноября 2023 – на 40%  
ниже 3-летнего среднего

## Сравнительные мультипликаторы: российские нефтегазовые компании и международные аналоги

Компания	Посл. Цена	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. доходность*		ЧД/ЕБИТДА	Изменение за			
			23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М	
<b>Российские нефтегазовые компании</b>															
<b>Российские газовые компании</b>															
Газпром	RUB	169	43 436	4,6	4,4	3,5	3,8	3,5	3,4	0%	0%	2,2	-4%	-2%	0%
НОВАТЭК	RUB	1 608	53 184	5,4	5,1	7,0	13,6	13,0	10,9	8%	9%	отр.	2%	30%	46%
<b>Российские нефтяные компании</b>															
Роснефть	RUB	582	66 612	2,8	2,7	4,2	3,7	3,3	7,0	11%	12%	1,2	10%	52%	73%
ЛУКОЙЛ	RUB	7 238	54 280	2,4	2,2	3,7	4,1	3,7	7,2	17%	18%	отр.	18%	60%	55%
Татнефть	RUB	602	15 158	2,8	2,6	5,0	4,9	4,4	5,2	12%	14%	отр.	10%	57%	57%
Газпром нефть	RUB	819	41 979	3,4	3,3	4,3	5,0	4,7	4,4	10%	11%	0,4	40%	72%	83%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>0,5</b>	<b>12%</b>	<b>44%</b>	<b>53%</b>
<b>Медиана</b>				<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>6,1</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>0,1</b>	<b>10%</b>	<b>55%</b>	<b>56%</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>															
PetroChina	HKD	5,24	177 274	3,4	3,4	4,4	8,0	8,1	10,2	9%	9%	0,5	-5%	-1%	65%
Sinopec	HKD	4,1	85 007	5,0	4,5	4,4	8,7	7,8	8,5	10%	11%	0,4	-5%	-19%	23%
CNOOC	HKD	13,2	83 225	2,1	2,1	2,7	4,7	4,4	6,0	9%	10%	н.д.	7%	7%	34%
ONGC	INR	190	28 767	4,1	3,8	3,9	5,0	5,0	5,2	8%	7%	1,1	10%	18%	38%
Reliance Industries	INR	2 319,7	188 894	12,8	11,4	13,7	22,3	21,3	20,6	0%	0%	1,4	-8%	4%	-2%
Petrobras	BRL	35,12	99 263	2,7	2,8	4,0	4,0	4,5	3,6	21%	15%	0,7	15%	57%	19%
Sasol	ZAR	23 200	8 188	3,7	3,4	5,1	4,7	4,4	7,8	8%	8%	1,4	-4%	2%	-18%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>0,7</b>	<b>-1%</b>	<b>8%</b>	<b>28%</b>
<b>Медиана</b>				<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>0,9</b>	<b>-4%</b>	<b>4%</b>	<b>23%</b>
<b>Развитые рынки</b>															
Exxon Mobil	USD	109,1	431 501	6,2	6,0	7,5	11,5	11,3	13,6	3%	4%	0,1	1%	0%	-3%
Chevron	USD	148,7	278 915	5,7	5,4	6,8	10,9	10,3	15,2	4%	4%	0,2	-7%	-6%	-18%
ConocoPhillips	USD	122,0	142 358	5,9	5,5	5,8	13,2	11,9	12,9	2%	2%	0,5	4%	25%	-10%
Occidental Petroleum	USD	63,2	55 558	5,9	5,5	6,5	14,9	12,2	20,2	1%	1%	1,3	1%	6%	-13%
Imperial Oil	CAD	80,4	32 592	5,5	5,1	11,7	9,3	8,6	10,3	2%	3%	0,2	12%	26%	1%
Suncor Energy	USD	34,1	43 889	4,5	4,2	5,9	8,1	7,7	9,8	5%	5%	0,7	11%	18%	-4%
Canadian Natural Resources	CAD	93,3	72 757	6,5	6,0	6,4	12,0	11,2	9,3	4%	4%	0,6	15%	20%	12%
Royal Dutch Shell	GBP	2 652,5	216 772	3,8	3,8	4,6	7,7	8,0	10,8	4%	4%	0,5	13%	14%	6%
BP	GBP	489,8	103 270	3,3	3,4	4,6	6,7	6,8	20,4	5%	5%	0,5	3%	1%	-1%
Total	EUR	62,3	161 437	3,8	3,9	4,7	6,6	7,0	9,3	5%	5%	0,3	15%	14%	11%
Eni	EUR	15,3	55 698	3,1	3,1	3,5	6,3	6,8	11,9	6%	6%	0,6	12%	18%	12%
Equinor	NOK	366,7	99 763	1,8	1,8	2,7	8,4	8,4	12,8	11%	8%	н.д.	20%	30%	0%
Repsol	EUR	13,7	18 886	2,7	2,9	4,2	3,9	5,0	8,0	5%	6%	0,2	1%	10%	-2%
OMV	EUR	40,4	14 203	2,8	2,8	3,7	4,7	5,1	6,2	10%	9%	0,2	0%	5%	-11%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>13,1</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>0,3</b>	<b>5%</b>	<b>9%</b>	<b>-2%</b>
<b>Медиана</b>				<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>11,3</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>0,5</b>	<b>8%</b>	<b>14%</b>	<b>-1%</b>
<b>Сланец</b>															
EOG Resources	USD	128,65	74 952	5,8	5,3	5,8	11,0	9,8	14,3	4%	5%	н.д.	-2%	16%	-5%
Pioneer Natural Resources	USD	245,84	56 797	6,3	5,8	6,5	10,9	9,9	18,0	2%	3%	0,4	6%	17%	-5%
Devon Energy	USD	47,27	30 436	4,7	4,4	5,0	8,0	7,3	11,2	4%	5%	0,6	-7%	-3%	-33%
Diamondback Energy	USD	163,24	28 995	5,8	5,5	5,9	8,9	7,9	9,5	4%	3%	0,9	9%	26%	2%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>14,2</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>0,4</b>	<b>1%</b>	<b>15%</b>	<b>-8%</b>
<b>Медиана</b>				<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>	<b>12,7</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>0,6</b>	<b>2%</b>	<b>16%</b>	<b>-5%</b>

\* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются.  
Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.



Металлургический  
сектор



## Инвестиционное резюме компаний российского горно-металлургического сектора

**«Северсталь»:** «Северсталь» адаптировалась к санкциям, переориентировалась на внутренний рынок (доля продаж в России выше 80%) и смогла обеспечить полную загрузку мощностей. Нам всегда нравилась «Северсталь» за операционную и финансовую гибкость, и мы считаем, что среди производителей стали она может первой принять решение возобновить дивиденды<sup>\*</sup>. На конец 1-го полугодия 2023 чистая денежная позиция составила более 150 млрд рублей, что подтверждает наше мнение по дивидендам. Учитывая относительное затишье на российском рынке стали, возобновление дивидендов, пожалуй, выступает ключевым катализатором для компаний сектора<sup>\*</sup>. «Северсталь» — наш фаворит среди российских производителей стали.

**НЛМК:** В условиях девальвации нам нравилась экспортная ориентация НЛМК — компания сохранила возможность продавать на внешние рынки по валютным ценам. Однако ситуация изменилась, после того как в России до конца 2024 года была введена экспортная пошлина<sup>\*\*</sup>, которая (в отличие от Северстали и ММК) у НЛМК затронет существенную часть выручки. Мы плохо понимаем текущее финансовое состояние НЛМК из-за ее меньшей прозрачности по сравнению с другими российскими металлургами: по состоянию на ноябрь она так и не опубликовала промежуточную финансовую отчетность за 1П23. Нам кажется, что это обстоятельство также может указывать на достаточно консервативную позицию компании относительно возобновления дивидендов<sup>\*\*</sup>.

**ММК:** Основные отличия ММК от других российских публичных производителей стали — низкая вертикальная интеграция в сырье, а также ориентация на внутренний рынок. Последнее обстоятельство, однако, больше не является существенным недостатком, поскольку возможности продавать сталь на экспорт сегодня ограничены. Для сравнения, Северсталь, исторически продававшая в России всего около 60% продукции, сейчас также в основном ориентирована на внутренний

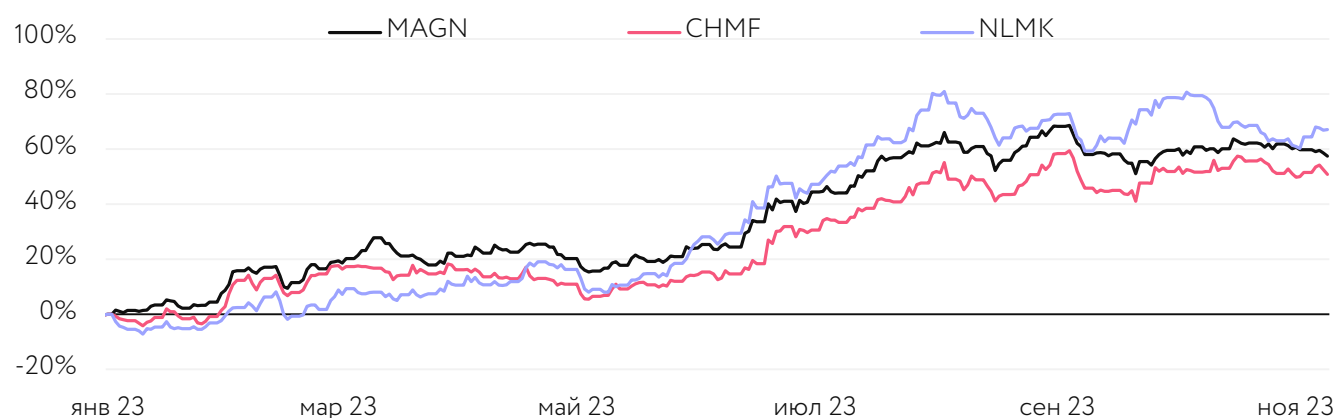
рынок. ММК исторически занимала наиболее консервативную позицию относительно дивидендов, и, вероятно, сохранит ее, несмотря на чистую денежную позицию на балансе, превышающую 80 млрд руб.<sup>\*</sup>

**АЛРОСА:** Судя по продажам De Beers, рынок алмазов находится в плохой форме — в октябрьском цикле продаж компания смогла реализовать продукции всего на \$80 млн, что на 82% меньше результата прошлого года и на 60% меньше, чем в прошлом месяце. Из-за переизбытка запасов Индия, крупнейший гранильный центр в мире, на два месяца приостановила импорт алмазов<sup>\*\*\*\*</sup>, что отразилось на продажах крупнейших производителей. Цены в 2023 году существенно снизились вслед за спросом — стоимость камней весом 1 карат с начала года упала более чем на 20%, камней 0,5 карата — почти на 30%. В следующем году мы ожидаем стабилизации цен и восстановления рынка, но все равно считаем, что в текущих макроэкономических условиях и с учетом потенциального ужесточения ограничений на продажу российских камней компания может оставаться под давлением.

**«Норникель»:** одна из наиболее качественных историй на российском рынке. Компания предлагает инвесторам высокую долю в мировом объеме производства палладия (40%) и высококачественного никеля (20%) — это важно с точки зрения переговорной силы продавца и санкционных рисков. «Норникель» возобновил дивидендные выплаты (совет директоров рекомендовал выплатить 915 руб. на акцию), что стало положительным сигналом для рынка. Мы занимаем умеренно-позитивную позицию по «Норникелю», ожидая восстановления цен на палладий и никель по мере снижения запасов, а также ждем положительного эффекта от дробления акций, которое может быть проведено в 2024 году. Если компания в рамках обновленной стратегии сможет несколько снизить планы по капитальным затратам, это также может быть позитивно воспринято рынком.

<sup>\*</sup> Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов не гарантируется; <sup>\*\*</sup> Правительство России: <http://government.ru/news/49567/>; <sup>\*\*\*</sup> ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется; <sup>\*\*\*\*</sup> Rapaport: [https://rapaport.com/post\\_types/india-to-pause-rough-diamond-imports-for-two-months/](https://rapaport.com/post_types/india-to-pause-rough-diamond-imports-for-two-months/).  
Источник: данные компаний, Rapaport, оценки АТОН.

## ЦБ повышал ставку, противодействуя усилению инфляции



## РУСАЛ

Нам нравится инвестиционный кейс РУСАЛА на 2024 год. Мы ждем существенного улучшения финансовых результатов компании преимущественно на фоне ослабления рубля — уже во 2-м полугодии 2023 г. EBITDA компании может вырасти приблизительно в два раза до \$600 млн\*, что может порадовать инвесторов в конце весны 2024 года, когда может быть опубликована соответствующая отчетность. Немаловажно также и возобновление дивидендов от «Норникеля» — РУСАЛ может получить около \$400 млн\*, что, для сравнения, превышает его EBITDA за 1-е полугодие 2023 и должно помочь профинансировать капитальную программу. Тем не менее без существенного роста цен на алюминий рост акций РУСАЛа будет ограничен высоким долгом и отсутствием дивидендов\*. Также остается важным вопрос экспортных пошлин, негативный эффект от которых может быть существенным для низкомаржинального алюминиевого бизнеса.

## «ФосАгро»

Цены на удобрения вернулись к росту — стоимость фосфорных удобрений (DAP Baltics) достигли \$575 за тонну на фоне сезонного возобновления спроса. Также Минпромторг предложил установить квоту на экспорт азотных и сложных удобрений с 1 декабря 2023 г. по 31 мая 2024 г. в размере 16,95 млн тонн. Нам нравится кейс «ФосАгро» как экспортера ключевой продукции для имеющего большую важность мирового рынка продовольствия и как компании, которая всегда находила оптимальный баланс между инвестициями (и ростом производства с CAGR 3-4%) и выплатами дивидендов. Однако неожиданное решение не выплачивать рекомендованные промежуточные дивиденды (позднее компания дала рекомендацию выплатить дивиденды за 9 месяцев 2023 года, что, на наш взгляд, включает пропущенную выплату\*\*), а также фактор экспортных пошлин, запланированных на 2023 год, негативно влияют на перспективы роста стоимости компании.

## Динамика стоимости «Норникеля» с начала года, %



\* Ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется; \*\* выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются.  
Источник: Мосбиржа, оценки АТОН.

## Цветные металлы и МПГ

**Никель.** Профицит на рынке низкосортного никеля оказывал существенное давление на стоимость этого металла в 2023 году. При этом в сегменте высокосортного никеля наблюдалось снижение складских запасов, увеличившихся после эпидемии коронавируса. Наш среднесрочный взгляд на никель на 2024 год — нейтральный с учетом продолжающегося роста производства черного ферроникеля в Индонезии. Небольшой профицит никеля, вероятно, сохранится и в будущем году в Китае и Индонезии, в то время как западные рынки будут оставаться сбалансированными. В долгосрочной перспективе мы позитивно смотрим на перспективы этого металла, ожидая роста спроса на 10% в год, что должно позитивно повлиять на цены из-за низких запасов на биржах, не превышающих 10 дней мирового потребления.

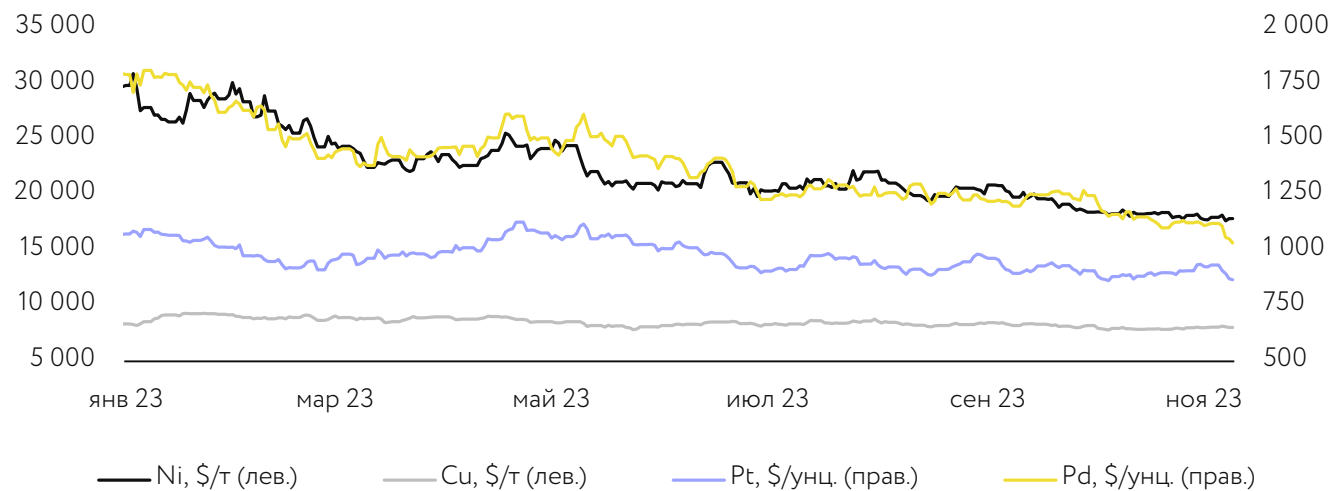
**Медь.** Мы нейтрально смотрим на перспективы рынка меди в среднесрочной перспективе. Ключевые факторы, сдерживающие спрос на медь, — экономическая неопределенность на ключевых рынках и риски для спроса из-за высоких ставок. Положительным балансирующим фактором выступает структурный рост спроса из-за электрификации в автомобильной промышленности (до 3 млн тонн в год к 2030 году). Также немаловажным является отсутствие новых крупных проектов производства — мы прогнозируем мировую добычу нефти в 2024 году на уровне 23 млн тонн. В ценах на медь в 2023 году наблюдалась сильная волатильность из-за банковского кризиса и наводнений на шахтах в Чили; новые макроэкономические потрясения могут способствовать сохранению подобной динамики и в будущем.

**Алюминий.** Мы считаем, что цены на алюминий сохраняют потенциал роста до уровней выше \$2 500/т, несмотря на неопределенность ожидаемой динамики спроса на металл в 2024 году из-за проблем в секторе недвижимости Китая. Цены на алюминий снижались на протяжении 2023 года, и мы считаем, что столь продолжительное снижение и инфляция затрат на производство должны привести к сокращению предложения со стороны неэффективных предприятий. В долгосрочной перспективе спрос на алюминий выглядит стабильным ввиду развития автопрома, где, как ожидается, потребность в алюминии вырастет до 150-250 кг на автомобиль.

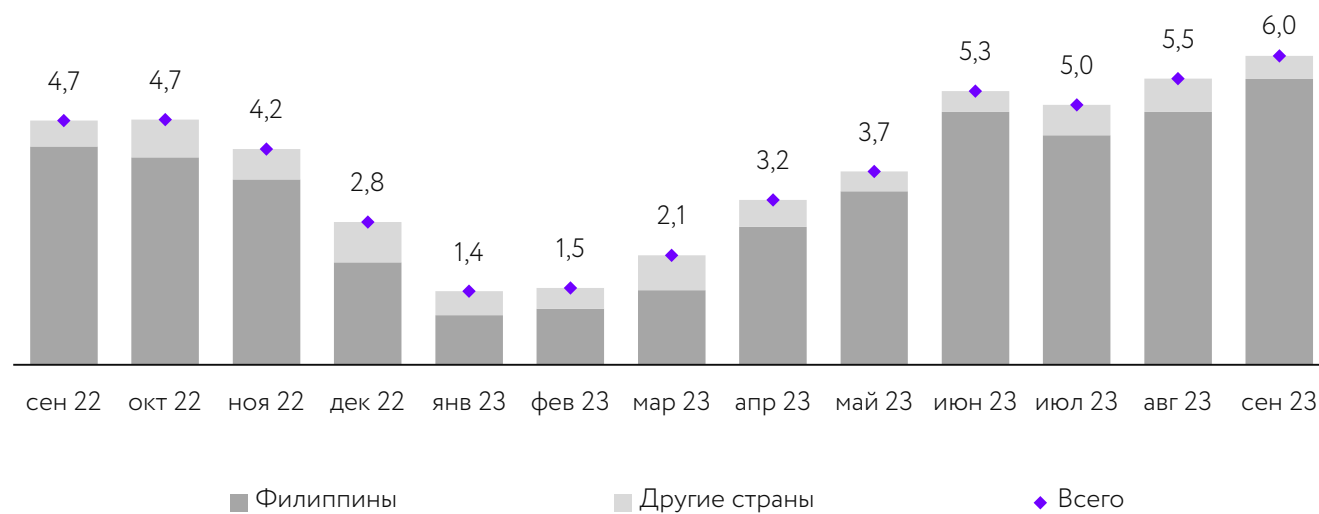
**МПГ.** Около 80% палладия используется в автомобильных катализаторах. Цены на палладий существенно снизились в 2023 году из-за роста популярности электромобилей, где палладий практически не используется. Мы считаем, что цены на палладий должны подняться выше \$1 000/унц. на фоне роста общих продаж автомобилей до 88 млн в 2024 году против 85 млн в 2023, а также снижения запасов металла. Вероятно, также снизится доступность вторичного металла для переработки. И для палладия, и для платины сохраняются риски предложения, связанные с перебоями электроснабжения в ЮАР, а также снижением стоимости производимой там корзины металлов (включая сильно подешевевший родий). Прогноз по рынку платины — позитивный с учетом роста промышленного спроса, который может положить конец многолетнему профициту металла на рынке.

## Цветные металлы и МПГ

Цены на основные виды металлов, долл. США



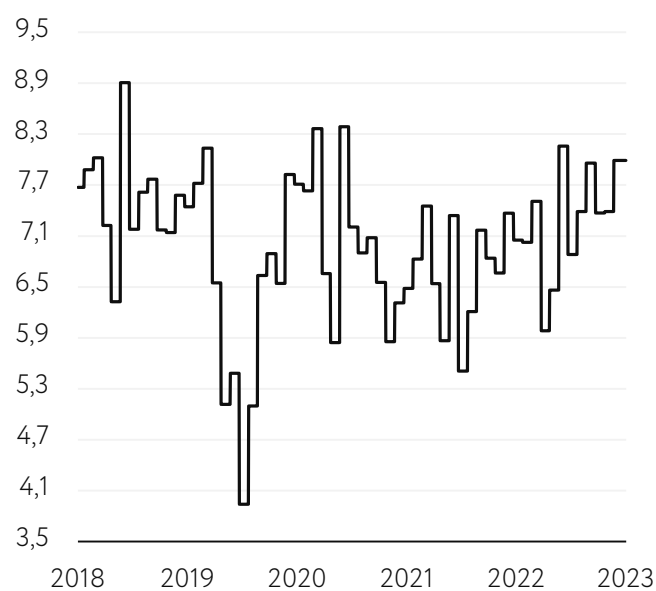
Китай: импорт никелевой руды, млн т



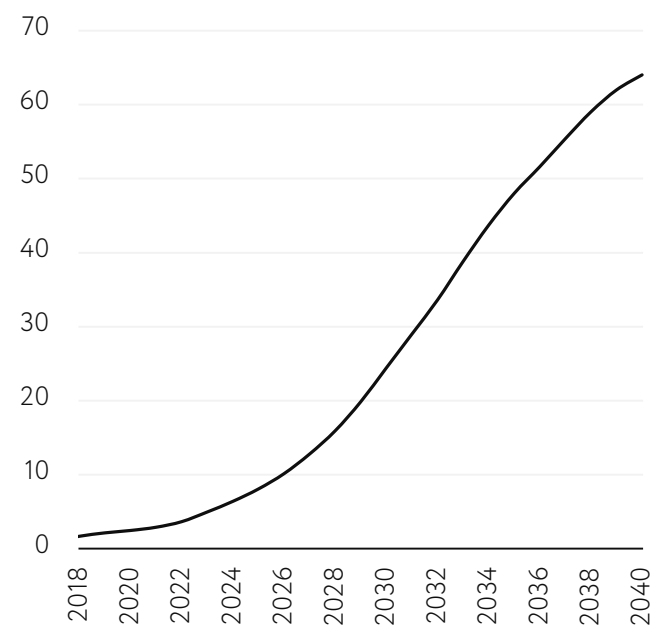
Источник: Investing.com, Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН.

## Цветные металлы и МПГ

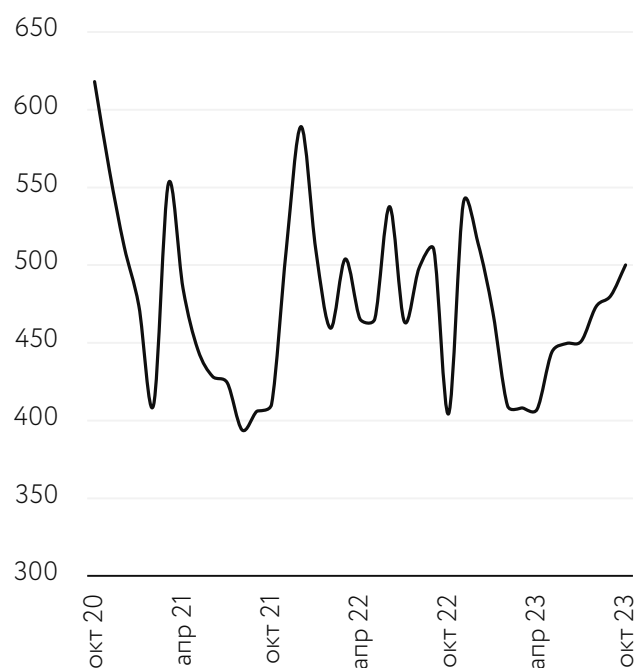
Продажи легковых транспортных средств в мире, млн ед.



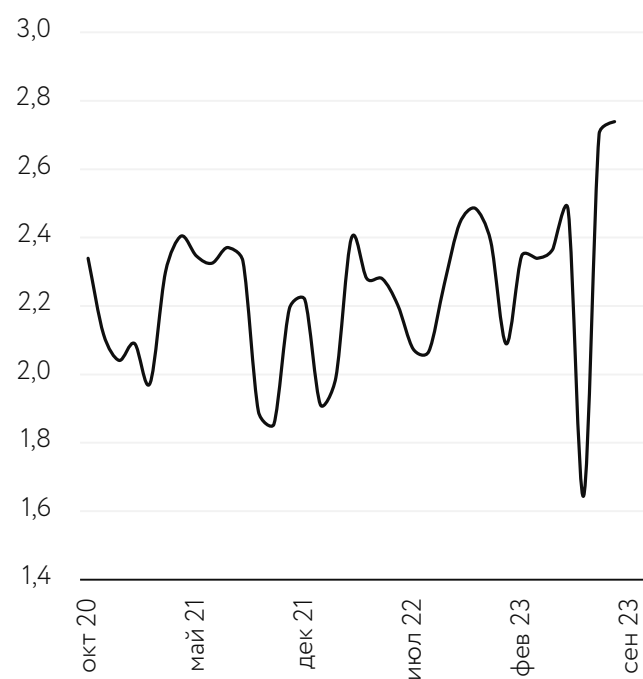
Исторические и прогнозные данные по продажам электромобилей в мире, млн ед. в год



Импорт необработанной меди в Китай, тыс. т



Производство нержавеющей стали на основе никеля в Китае, млн т



## Сталь, коксующийся уголь, железная руда

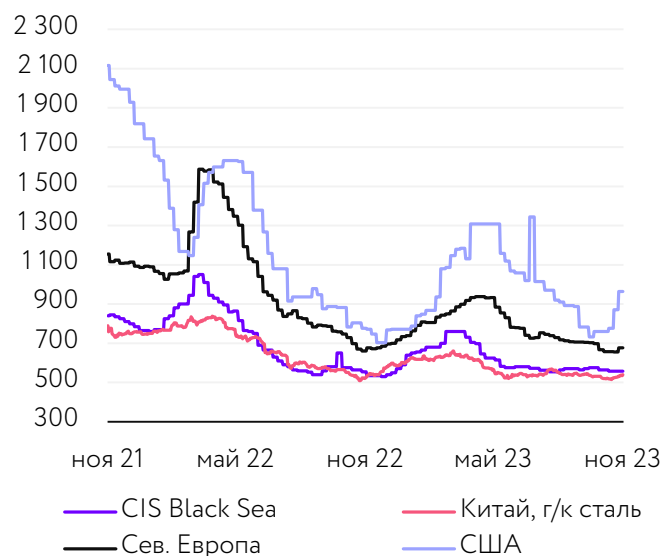
**Внутренний спрос на сталь на уровне 2023 года.** Потребление стали в России за девять месяцев 2023 года выросло на 7% до 35,1 млн тонн. При этом в четвертом квартале спрос, судя по всему, замедлится. Во-первых, скажется снижение сезонного спроса со стороны строительной отрасли. Во-вторых, очередное повышение ключевой ставки до 15% должно снизить кредитоспособность населения и инвестиционную привлекательность некоторых проектов. Мы ожидаем сохранения спроса в 2024 году на уровне прошлого года с некоторым потенциалом его уменьшения при сокращении части расходных статей бюджета РФ. Загрузка мощностей крупнейших производителей стали должна оставаться близкой к 100%, несмотря на логистические ограничения экспортных поставок. Мы ожидаем стабильных цен на сталь в 2024 году и сохранения небольшой внутренней премии на уровне \$50-100 за тонну.

**Устойчивый спрос на коксующийся уголь.** Мы считаем, что после солидного роста в 2023 году высокие цены на коксующийся уголь сохранятся и в 2024 году из-за устойчивого спроса на ключевых рынках. В частности, производство стали в Индии должно остаться на высоком уровне, стимулируя потребление сырьевых материалов, а спрос в Индонезии

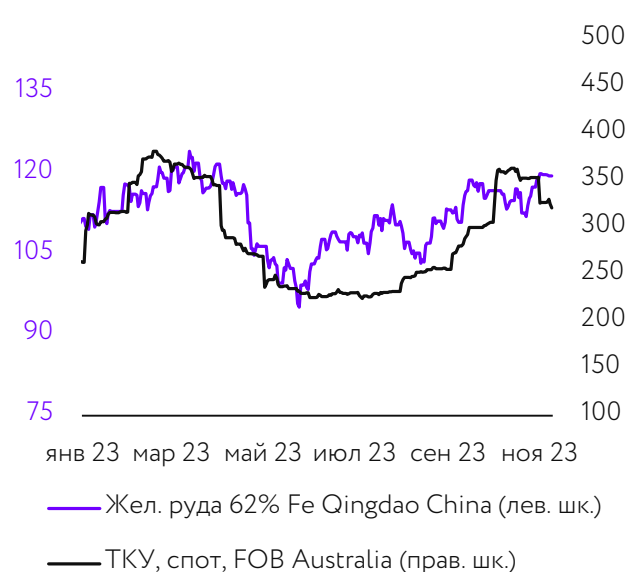
будет поддерживаться ростом мощностей по производству кокса. В 2023 году на производство в Китае также влияли инспекции шахт, которые замедляли производство угля в стране. Мы ожидаем, что рынок коксующегося угля будет оставаться дефицитным. Экспортные возможности для российских производителей угля видятся нам более доступными, чем для производителей стали, учитывая дефицит угля на рынках Азии.

**Нейтральный взгляд на железную руду.** Азиатские цены на сталь оставались под давлением во втором полугодии 2023. Производство стали также оставалось устойчивым, несмотря на слабый спрос — Китай активно увеличивал экспортные продажи. Рентабельность локальных производителей стали страдала от высоких цен на сырье. Предложение железной руды постепенно увеличивается, экспорт из Австралии и Бразилии с начала 2023 года вырос на 2-5%. Мы ожидаем балансирования спроса и предложения на рынке железной руды в 2024 году и сохраняем нейтральный взгляд на цены. Немаловажную роль, на наш взгляд, играют риски снижения инвестиций в различные области, включая экологические, из-за падения маржинальности китайских производителей стали.

Цены на г/к сталь, \$/т



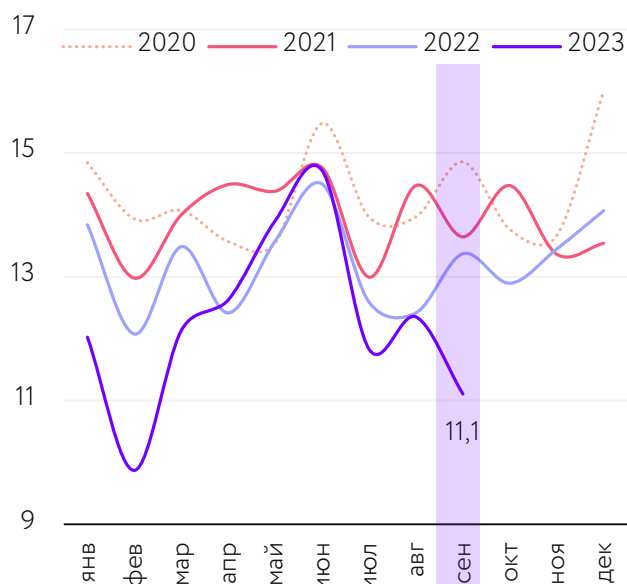
Цены на коксующийся уголь и железную руду с начала года, \$/т



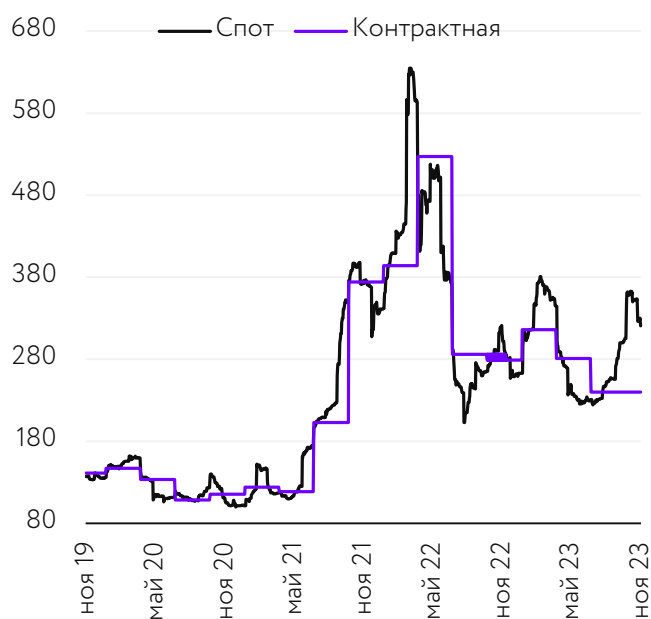
Источник: Investing.com, Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН

## Ключевые графики: сталь и сырье

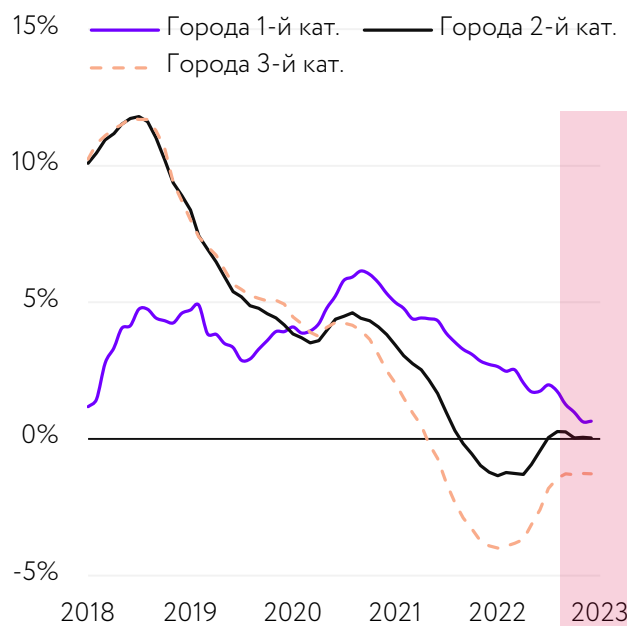
Австралия: экспорт твердого коксующегося угля по месяцам, млн т



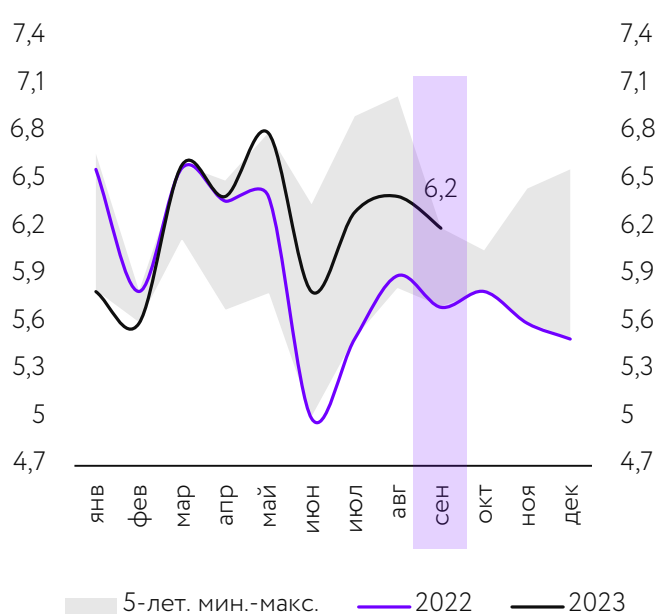
Твердый коксующийся уголь, FOB Австралия, \$/т



Китай: цены на новую недвижимость, % г/г



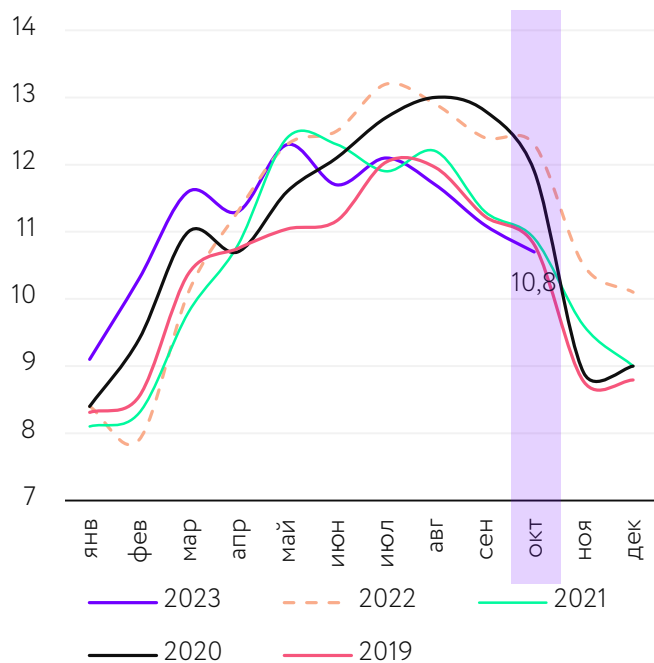
Россия: ежемесячное производство стали, млн т



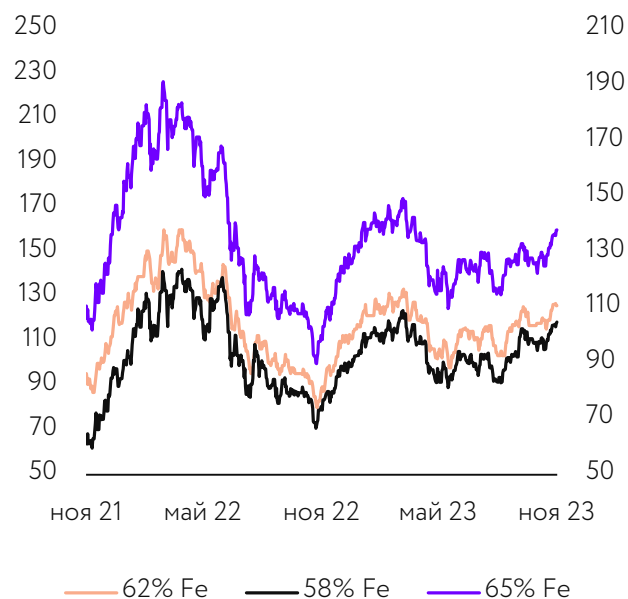
Источник: Investing.com, Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН.

## Ключевые графики: сталь и сырье

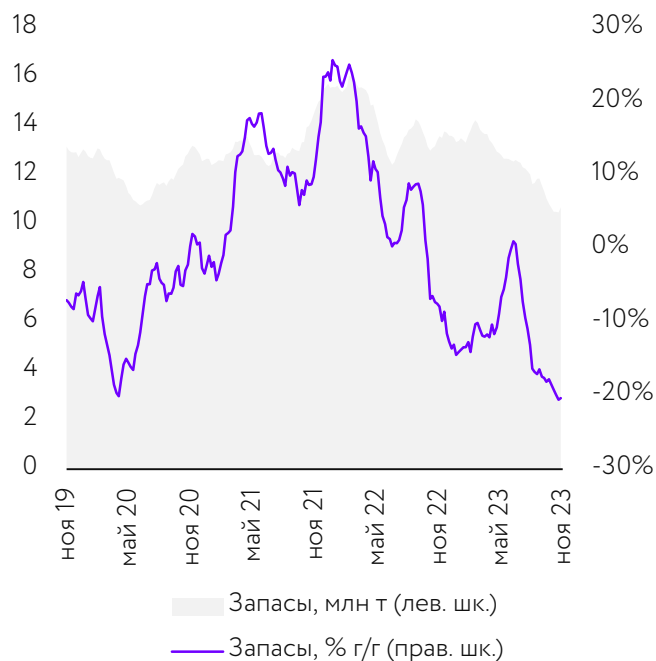
Россия: ж/д транспортировка стройматериалов, млн т



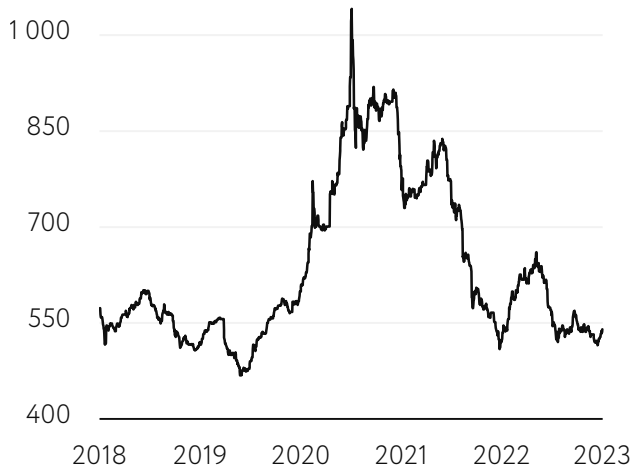
Китай: цены на железную руду с разным содержанием Fe, \$/т



Китай: запасы железной руды в портах, млн т



Китай: цены на сталь, \$/т



Источник: Investing.com, Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН.



## Сравнительные мультипликаторы: АЛРОСА против международных аналогов

	Посл. цена	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. доходность		ЧД/ EBITDA	Изменение за			
			23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М	
<b>Алмазы</b>															
АЛРОСА	RUB	70,5	5 586	3,6	4	5,7	6	6,7	8	0,1	0	0	-21%	5%	7%
Petra Diamonds	GBp	48	115	3,2	4	4,2	н.д.	н.д.	8	0	н.д.	2	-37%	-28%	-58%
Gem Diamonds	GBp	11,3	20	4,4	н.д.	3,3	34	н.д.	6	0,01	н.д.	н.д.	-38%	-55%	-62%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>3,6</b>	<b>4</b>	<b>5,6</b>	<b>6</b>	<b>6,5</b>	<b>8</b>	<b>0,1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-21%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>
<b>Медиана</b>				<b>3,6</b>	<b>4</b>	<b>4,2</b>	<b>20</b>	<b>6,7</b>	<b>8</b>	<b>0,01</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-37%</b>	<b>-28%</b>	<b>-58%</b>
<b>Крупные производители золота</b>															
Barrick Gold	USD	16,0	29 028	7,5	5,9	7,7	20,8	14,7	19,1	2%	3%	0,1	1%	-17%	26%
Newmont Mining	USD	37,9	31 096	7,9	5,7	8,4	22,7	15,3	18,2	4%	4%	0,7	-3%	-18%	4%
Newcrest	AUD	23,3	13 599	7,3	7,1	7,9	20,2	16,4	16,5	3%	2%	0,8	-4%	-14%	45%
Agnico Eagle	USD	47,5	24 635	8,1	7,7	10,2	17,1	22,3	25,6	3%	3%	0,5	3%	-15%	21%
Newcrest	AUD	23,3	13 599	7,3	7,1	7,9	20,2	16,4	16,5	3%	2%	0,8	-4%	-14%	45%
AngloGold	ZAr	33 777	7 779	5,8	4,8	5,0	14,1	10,7	9,4	1%	2%	0,5	-6%	-34%	43%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>8,3</b>	<b>20,0</b>	<b>16,6</b>	<b>19,0</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>0,5</b>	<b>-1%</b>	<b>-17%</b>	<b>24%</b>
<b>Медиана</b>				<b>7,4</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>20,2</b>	<b>15,9</b>	<b>17,3</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>0,6</b>	<b>-4%</b>	<b>-16%</b>	<b>34%</b>
<b>Средние производители золота</b>															
Kinross Gold	USD	5,3	6 836	5,3	5,5	5,0	14,5	16,4	13,1	2%	2%	1,2	18%	5%	65%
Fresnillo plc	GBp	559	5 101	6,8	5,5	7,6	35,5	20,0	17,9	2%	3%	0,3	0%	-22%	-20%
Gold Fields	ZAr	24 872	12 195	5,3	4,3	4,7	13,7	10,1	10,0	3%	3%	0,3	-1%	-18%	80%
Buenaventura	USD	8,1	2 342	8,5	6,1	7,8	17,2	9,6	14,2	1%	1%	1,9	10%	18%	29%
Pan American	USD	14,4	5 627	9,3	5,8	8,5	56,0	19,3	18,9	3%	3%	0,2	0%	-14%	1%
B2Gold	CAD	4,4	4 359	3,9	4,1	4,5	10,9	11,4	10,4	5%	5%	отр.	7%	-16%	16%
Centerra	CAD	7,8	1 313	3,8	2,5	3,4	78,1	13,2	7,2	3%	3%	отр.	5%	-9%	36%
Centamin	GBp	86,5	1 241	2,9	2,7	4,1	7,6	9,0	11,4	4%	5%	отр.	-7%	-21%	-3%
Harmony	ZAr	8 762	2 981	5,1	3,8	3,5	11,3	7,0	6,7	0%	1%	отр.	19%	-6%	80%
IAMGOLD	USD	2,5	1 256	6,1	3,0	4,0	25,0	9,4	33,6	н.д.	н.д.	2,0	6%	-16%	92%
Eldorado	CAD	15,0	2 305	5,6	5,0	4,9	31,3	21,9	20,8	0%	0%	0,6	25%	-4%	104%
New Gold Inc,	USD	1,1	883	3,9	2,6	4,4	61,5	8,5	29,6	н.д.	н.д.	0,9	22%	-9%	52%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>24,9</b>	<b>13,7</b>	<b>14,0</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>0,4</b>	<b>7%</b>	<b>-11%</b>	<b>46%</b>
<b>Медиана</b>				<b>5,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>21,1</b>	<b>10,7</b>	<b>13,7</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>0,3</b>	<b>6%</b>	<b>-12%</b>	<b>44%</b>
<b>Производители МПГ</b>															
Anglo Plat	ZAr	65 539	9 541	5,0	4,5	6,1	9,8	8,8	8,2	5%	7%	отр.	-19%	-41%	-56%
Impala Platinum	ZAr	8 270	4 104	2,0	4,1	3,6	3,6	13,3	6,6	12%	3%	отр.	-28%	-53%	-56%
Hochschild Mining	GBp	99,9	636	4,1	2,9	3,6	н.д.	7,7	10,9	1%	1%	1,2	15%	32%	94%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>7,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-20%</b>	<b>-41%</b>	<b>-49%</b>
<b>Медиана</b>				<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>-0,3</b>	<b>-19%</b>	<b>-41%</b>	<b>-56%</b>

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.

## Сравнительные мультипликаторы: российские производители цветных металлов и МПГ против международных аналогов

	Посл. цена	Кап-я, \$ млн		EV/EBITDA			P/E			Див. доходность		ЧД/ EBITDA	Изменение за		
				23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М
<b>Производители цветных металлов и МПГ</b>															
Норникель	RUB	17 898	29 666	5,4	5,8	5,5	6,2	6,7	6,5	7%	8%	1,2	7%	24%	33%
РУСАЛ	RUB	40	6 616	7,9	6,9	5,4	5,5	4,8	4,5	0%	0%	7,0	-9%	0%	12%
En+	RUB	500	3 201	6,0	5,5	5,0	2,5	2,3	4,0	0%	0%	4,1	-8%	-3%	2%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>2,4</b>	<b>-3%</b>	<b>7%</b>	<b>16%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>4,1</b>	<b>-8%</b>	<b>0%</b>	<b>12%</b>
<b>Диверсифицированные пр-ли</b>															
BHP Billiton	AUD	45,5	150 208	5,7	5,7	5,3	10,8	11,4	8,6	6%	5%	0,4	-1%	3%	18%
Rio Tinto	GBP	5 330	112 246	5,1	5,0	4,6	9,9	10,1	6,5	6%	6%	0,1	7%	8%	14%
Vale	USD	14,5	64 802	4,3	4,2	3,7	7,3	6,9	4,8	6%	7%	0,6	6%	6%	11%
Anglo American	GBP	2 208	33 504	4,6	4,1	4,1	9,9	8,7	6,2	4%	5%	0,9	-2%	-8%	-17%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>0,4</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>12%</b>
<b>Медиана</b>				<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>0,5</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>
<b>Производители меди, никеля</b>															
Antofagasta	GBP	1 358	16 574	7,0	6,0	6,1	22,9	19,6	17,0	2%	2%	0,3	-16%	-6%	15%
Vedanta	INR	232,8	10 413	н.д.	н.д.	3,8	7,9	9,3	5,4	36%	16%	1,5	-6%	-16%	-28%
Lundin Mining	CAD	9,0	5 078	6,5	4,6	4,8	14,0	10,4	9,2	5%	5%	1,0	-24%	-14%	22%
Freeport-McMoran	USD	35,0	50 734	7,5	6,3	8,3	24,2	20,2	13,4	2%	2%	0,4	-18%	-3%	12%
Grupo Mexico	MXN	73,6	33 529	5,1	4,4	5,5	10,5	8,9	10,4	6%	7%	0,2	-13%	-15%	6%
Southern Copper	USD	73,9	57 764	12,0	10,8	9,8	22,4	19,3	15,4	5%	4%	1,0	-11%	-2%	54%
Jiangxi Copper	HKD	11,0	7 114	6,7	6,1	9,2	8,4	8,0	8,8	5%	5%	3,2	-16%	-23%	19%
First Quantum Miner	CAD	15,7	8 874	5,5	4,7	7,0	14,7	10,9	14,9	1%	1%	2,2	-52%	-48%	-31%
Aurubis AG	EUR	78,2	3 775	6,1	5,2	5,7	11,5	10,2	11,1	2%	2%	отр.	-6%	-6%	24%
Eramet	EUR	69,1	2 132	9,0	4,5	4,1	9,7	5,6	12,5	3%	4%	1,7	-9%	-19%	0%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>18,7</b>	<b>15,9</b>	<b>13,1</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>0,8</b>	<b>-16%</b>	<b>-9%</b>	<b>20%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>12,7</b>	<b>10,3</b>	<b>11,8</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>1,0</b>	<b>-15%</b>	<b>-14%</b>	<b>14%</b>
<b>Производители МПГ</b>															
Anglo Plat	ZAr	65 539	9 541	5,0	4,5	6,1	9,8	8,8	8,2	5%	7%	отр.	-19%	-41%	-56%
Impala Platinum	ZAr	8 270	4 104	2,0	4,1	3,6	3,6	13,3	6,6	12%	3%	отр.	-28%	-53%	-56%
Hochschild Mining	GBP	99,9	636	4,1	2,9	3,6	н.д.	7,7	10,9	1%	1%	1,2	15%	32%	94%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>7,6</b>	<b>10,0</b>	<b>7,9</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-20%</b>	<b>-41%</b>	<b>-49%</b>
<b>Медиана</b>				<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>-0,3</b>	<b>-19%</b>	<b>-41%</b>	<b>-56%</b>
<b>Производители алюминия</b>															
Hindalco Industries	INR	475,2	12 852	6,4	6,4	5,7	10,5	10,7	9,3	1%	1%	1,7	4%	7%	10%
Yunnan Aluminium	CNY	13,6	6 457	7,3	6,2	8,3	11,2	8,6	12,0	1%	1%	н.д.	-9%	-4%	37%
Norsk Hydro	NOK	63,1	11 659	6,6	5,6	5,4	13,9	10,8	9,0	6%	6%	0,3	-3%	-18%	-4%
Alcoa	USD	26,1	4 747	12,9	6,1	4,5	н.д.	24,3	18,2	2%	1%	1,8	-23%	-24%	-29%
Alum Corp of China	HKD	4,2	13 062	6,8	6,4	9,1	15,1	13,2	12,7	1%	1%	1,7	9%	-12%	73%
Shandong Nanshan	CNY	3,1	4 916	3,8	3,3	6,6	10,0	9,1	11,7	2%	3%	н.д.	-6%	-8%	-6%
Alumina Ltd	AUD	0,8	1 512	н/м	15,4	н.д.	н.д.	19,0	13,4	0%	3%	отр.	-44%	-47%	-45%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>6,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>11,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,4</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>0,4</b>	<b>-2%</b>	<b>-10%</b>	<b>19%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1,7</b>	<b>-6%</b>	<b>-12%</b>	<b>-4%</b>

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.

# Сравнительные мультипликаторы: российские сталелитейные компании и международные аналоги

	Посл. цена	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E		Див. доходность		ЧД/ EBITDA	Изменение за				
			23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М	
<b>Сталь</b>															
ММК	RUB	52	6 347	2,4	2,5	3,1	5,1	5,2	4,4	8%	10%	отр.	-4%	37%	68%
Северсталь	RUB	1 392	12 429	3,6	3,6	4,5	6,5	6,5	5,3	10%	12%	отр.	-2%	44%	74%
НЛМК	RUB	194	12 584	3,8	4,3	4,7	5,6	6,4	6,1	11%	12%	0,0	-9%	51%	86%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>-0,3</b>	<b>-5%</b>	<b>45%</b>	<b>78%</b>
<b>Медиана</b>				<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-4%</b>	<b>44%</b>	<b>74%</b>
<b>Австралия</b>															
Bluescope Steel	AUD	19,5	5 705	3,9	4,7	4,5	7,7	11,4	9,5	3%	3%	отр.	-9%	-2%	22%
Sims MM	AUD	12,7	1 597	6,5	7,5	6,8	15,8	24,9	13,5	3%	2%	0,2	-14%	-17%	4%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>9,5</b>	<b>14,3</b>	<b>10,4</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>-0,2</b>	<b>-11%</b>	<b>-5%</b>	<b>18%</b>
<b>Медиана</b>				<b>5,2</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>11,8</b>	<b>18,1</b>	<b>11,5</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>-0,1</b>	<b>-12%</b>	<b>-9%</b>	<b>13%</b>
<b>Северная Америка</b>															
Allegheny Tech	USD	40,7	5 358	12,4	9,9	11,5	16,4	12,5	17,4	н.д.	н.д.	2,2	-5%	11%	54%
Commercial Metals	USD	45,4	5 354	4,2	5,2	5,4	6,0	8,3	8,2	1%	1%	0,4	-20%	2%	4%
Nucor	USD	151,3	38 104	5,3	7,3	5,9	8,5	12,9	10,0	1%	1%	0,0	-11%	5%	19%
Reliance Steel	USD	265	15 342	8,0	9,2	7,2	11,9	14,2	10,5	1%	2%	отр.	-7%	8%	34%
Steel Dynamics	USD	111,5	18 634	5,3	7,7	5,1	7,7	12,3	7,7	2%	2%	0,3	7%	10%	23%
US Steel	USD	34,2	7 639	4,4	5,4	3,8	7,4	13,0	13,0	1%	1%	0,7	41%	57%	81%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,2</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>0,3</b>	<b>-2%</b>	<b>11%</b>	<b>29%</b>
<b>Медиана</b>				<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,7</b>	<b>8,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,3</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>0,4</b>	<b>-6%</b>	<b>9%</b>	<b>28%</b>
<b>Европа</b>															
Erdemir	TRY	37,4	4 610	8,6	4,9	4,6	296,2	8,8	6,7	2%	10%	1,8	-7%	19%	24%
ArcelorMittal	EUR	21,7	19 865	3,5	3,7	4,0	4,8	5,6	7,6	2%	2%	0,5	-14%	-15%	-2%
Outokumpu	EUR	3,9	1 917	3,0	3,2	5,5	7,4	8,0	9,5	7%	8%	отр.	-14%	-20%	-8%
Voestalpine	EUR	24,5	4 693	2,7	3,9	5,5	4,3	8,5	8,8	5%	5%	0,8	-16%	-21%	10%
Aperam	EUR	28,3	2 373	8,8	5,1	5,5	14,7	8,8	7,4	7%	7%	1,7	3%	-14%	9%
ThyssenKrupp AG	EUR	6,8	4 580	1,1	1,0	3,5	27,4	9,6	15,1	2%	2%	отр.	0%	6%	51%
Kloekner	EUR	5,7	605	7,9	5,2	5,7	отр.	9,4	23,3	1%	4%	4,2	-31%	-44%	-30%
Salzgitter	EUR	26,0	1 679	3,5	3,3	3,9	7,8	6,9	6,6	4%	3%	1,1	-12%	-25%	17%
SSAB	SEK	71,5	6 606	2,9	4,1	5,1	5,9	9,3	7,1	7%	5%	отр.	11%	-2%	37%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>36,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>0,3</b>	<b>-8%</b>	<b>-9%</b>	<b>13%</b>
<b>Медиана</b>				<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>0,8</b>	<b>-12%</b>	<b>-15%</b>	<b>10%</b>
<b>Япония</b>															
Daido Steel	JPY	6 208	1 806	6,0	6,8	7,4	6,6	8,8	8,4	3%	4%	3,1	4%	16%	50%
JFE Holdings	JPY	2 060	8 819	6,4	6,6	7,9	7,9	6,9	6,6	4%	5%	4,1	-9%	28%	49%
Kobe Steel	JPY	1 776	4 713	7,0	5,3	7,1	10,1	6,0	14,7	2%	5%	3,9	12%	76%	187%
NSSMC	JPY	3 202	20 373	4,7	6,1	7,2	4,2	7,4	7,3	6%	5%	2,1	-2%	10%	51%
Tokyo Steel	JPY	1 742	1 809	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	3%	н.д.	29%	33%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,7</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>2,7</b>	<b>-2%</b>	<b>24%</b>	<b>67%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>3,5</b>	<b>0%</b>	<b>28%</b>	<b>50%</b>
<b>Китай</b>															
Angang Steel	HKD	1,8	3 172	16,2	6,8	4,6	отр.	16,7	5,8	0%	3%	1,6	-24%	-34%	-1%
Maanshan I & S	HKD	1,3	2 530	17,8	9,2	5,4	отр.	32,5	4,6	2%	3%	7,9	-16%	-23%	1%
China Steel Corp	TWD	24,6	11 968	17,1	13,7	9,8	102,6	37,2	18,5	2%	2%	4,2	-13%	-16%	-8%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>17,1</b>	<b>11,8</b>	<b>8,2</b>	<b>69,5</b>	<b>32,9</b>	<b>14,2</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>4,3</b>	<b>-16%</b>	<b>-20%</b>	<b>-6%</b>
<b>Медиана</b>				<b>17,1</b>	<b>9,2</b>	<b>5,4</b>	<b>102,6</b>	<b>32,5</b>	<b>5,8</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>4,2</b>	<b>-16%</b>	<b>-23%</b>	<b>-1%</b>
<b>Индия</b>															
JSP	INR	597	7 328	6,7	6,6	5,2	12,9	12,3	10,7	0%	0%	0,6	-9%	0%	25%
JSW Steel	INR	746	21 957	13,1	8,1	6,3	42,6	16,1	10,0	1%	1%	3,6	-7%	1%	6%
Steel Authority	INR	84,9	4 220	7,8	5,9	5,4	15,7	9,9	5,7	2%	3%	2,8	-10%	-1%	1%
Tata Steel	INR	117,3	17 254	6,8	7,8	5,5	12,9	16,6	6,8	2%	3%	2,2	-1%	6%	12%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>9,6</b>	<b>7,6</b>	<b>5,8</b>	<b>26,0</b>	<b>15,2</b>	<b>8,6</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>2,6</b>	<b>-6%</b>	<b>2%</b>	<b>10%</b>
<b>Медиана</b>				<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>5,4</b>	<b>14,3</b>	<b>14,2</b>	<b>8,4</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2,5</b>	<b>-8%</b>	<b>1%</b>	<b>9%</b>

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.

## Сравнительные мультипликаторы: российские производители удобрений и международные аналоги

	Посл. цена	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E		Див. доходность		ЧД/ EBITDA	Изменение за				
			23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М	
Фосагро	RUB	6 655	9 353	4,5	4,8	6	6,2	6,4	8	9%	12%	0,9	-12%	-5%	3%
<b>Калий / фосфаты</b>															
Nutrien	USD	55,4	28 031	6,4	6,4	7,7	10,9	10,7	12,3	4%	4%	1,6	-11%	-14%	-18%
Mosaic	USD	33,7	11 150	5,2	5,6	6	8,2	9,8	10,5	3%	3%	1,1	-17%	-21%	-30%
K+S	EUR	15,8	3 245	3,9	3,8	6,4	14,2	14,7	12,5	5%	4%	0,3	-12%	-8%	-14%
Israel Chemicals	ILs	1 937	6 378	5,1	5,1	7	9	8,8	10,1	6%	6%	1,0	-21%	-20%	-36%
Soc Quimica Y Min	USD	48,0	14 178	3,7	4	10,9	5,3	6	15,1	11%	10%	0,0	-27%	-17%	-41%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>	<b>12,4</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>1,0</b>	<b>-17%</b>	<b>-16%</b>	<b>-27%</b>
<b>Медиана</b>				<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>1,0</b>	<b>-17%</b>	<b>-17%</b>	<b>-30%</b>
<b>Азот / NPK</b>															
Yara	NOK	368,2	8 495	6,7	5	6	27,9	9,8	7,6	6%	7%	1,9	-16%	-5%	-10%
CF Industries	USD	80,3	15 607	6,2	7	7,7	9,7	12,5	13,5	2%	2%	0,0	1%	12%	-21%
Coromandel Fert	INR	1 072	3 798	9,8	11	10,8	14,4	16,1	14	1%	1%	отр.	3%	13%	10%
Fauji Fertilizer	PKR	101,5	455	н.д.	н.д.	3,2	н.д.	н.д.	4,8	15%	18%	н.д.	9%	10%	-9%
Pivot	AUD	2,8	3 580	5,9	7,3	7,3	10,3	13,9	11,5	5%	4%	1,0	-7%	-8%	-15%
Saudi Arabian Fert	SAR	133,6	16 953	12,3	11,5	12,8	17,9	16,6	15,3	5%	4%	отр.	-3%	5%	-8%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>9,4</b>	<b>16</b>	<b>13,7</b>	<b>12,9</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>отр.</b>	<b>-4%</b>	<b>5%</b>	<b>-11%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>14,4</b>	<b>13,9</b>	<b>12,5</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>0,0</b>	<b>-1%</b>	<b>8%</b>	<b>-9%</b>
<b>Другие</b>															
Intrepid Potash	USD	20,7	279	5,2	5,7	6,4	33,2	64,2	27,1	н.д.	н.д.	отр.	-15%	-17%	-38%
Anhui Sierte Fert	CNY	6,1	712	7,9	7,1	6,8	18,4	14,9	11,8	2%	3%	н.д.	-14%	-19%	-21%
Sinofert Holdings	HKD	0,9	799	н.д.	н.д.	4,8	н.д.	н.д.	6,9	н.д.	н.д.	н.д.	-14%	-4%	16%
Kingenta Ecological	CNY	1,8	794	н.д.	н.д.	10,3	н.д.	н.д.	10,3	н.д.	н.д.	н.д.	-26%	-8%	-14%
Stanley Fertilizer	CNY	6,2	986	н.д.	н.д.	8,7	н.д.	н.д.	11,2	н.д.	н.д.	н.д.	-4%	-4%	6%
<b>Средневзвешенное значение</b>				<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>11,3</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>0</b>	<b>-14%</b>	<b>-9%</b>	<b>-5%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>25,8</b>	<b>39,6</b>	<b>11,2</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>-0,5</b>	<b>-14%</b>	<b>-8%</b>	<b>-14%</b>

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.





Золото

## Сохраняем осторожно позитивный взгляд на золото

**«Полюс».** Компания остается российским и мировым лидером по запасам (97 млн унций<sup>\*</sup>) и себестоимости производства (\$400 на унцию ТСС и \$764 AISC). Мы считаем, что акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы, желающие иметь в своем портфеле акции золотодобывающей компании, которые имеют наименьшую чувствительность к колебаниям цен на золото. «Полюс» недавно осуществил программу обратного выкупа акций, в ходе которой было выкуплено около 30% всех размещенных бумаг. По итогам сделки долговая нагрузка компании может вырасти до 2,5-2,7х в 2023 г., что, на наш взгляд, ставит под вопрос перспективы дивидендных платежей в ближайший год<sup>\*\*</sup>. «Полюс» торгуется на уровне 5,6х по мультипликатору EV/EBITDA 2024П, что предполагает дисконт 22% к 5-летнему среднему.

**Polymetal.** Второй по величине производитель золота в России — объемы производства группы составляют около 1,7 млн унций в год. Ключевые активы компании находятся в России и Казахстане — на последний приходится около половины EBITDA группы. В августе 2023 г. компания завершила редомициляцию с о. Джерси в Казахстан. После введения блокирующих санкций против холдинговой структуры «Полиметалла» сохраняется неопределенность в реструктуризации из-за

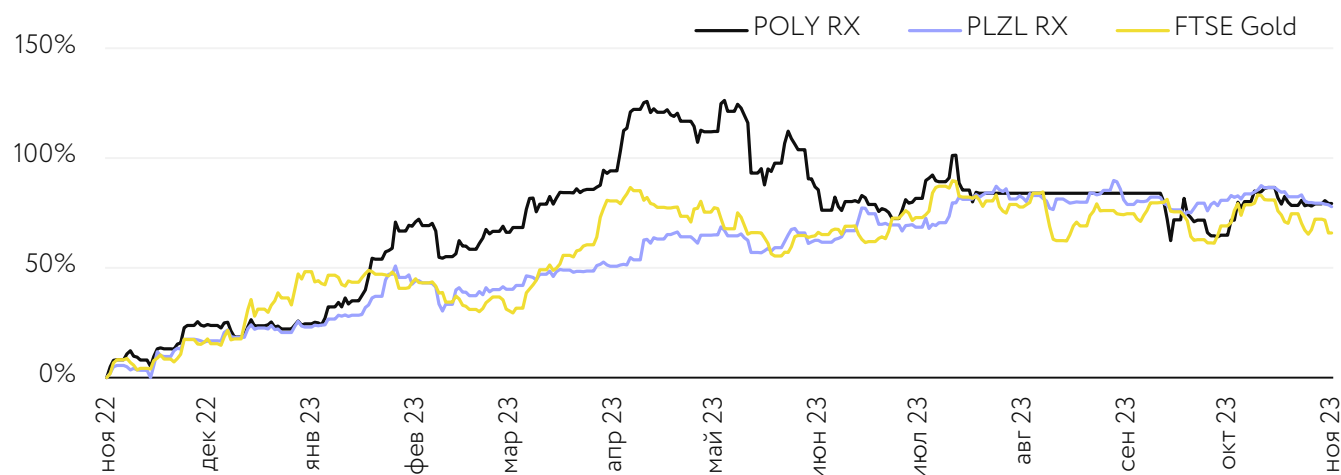
предстоящей продажи российского бизнеса. Polymetal торгуется на уровне 4,3х по мультипликатору EV/EBITDA, что предполагает дисконт 34% к 5-летнему среднему уровню.

**Золото.** Мы позитивно смотрим на перспективы золота в среднесрочной перспективе. Разворот политики ФРС и постепенное снижение ставок в США и Европе могут стать основным фактором поддержки цен на золото<sup>\*\*\*</sup>. Спрос со стороны мировых центральных банков может также оказать поддержку ценам на горизонте нескольких лет.

Мы ожидаем, что средняя цена составит \$1 930 за унцию в 2023 году (против около \$1 960 на текущий момент) и около \$1 950 за унцию в 2024<sup>\*\*\*</sup>. В то же время наши прогнозы имеют несколько консервативный уклон, и мы видим потенциал для дальнейшей переоценки.

Золото обладает защитными свойствами, которые должны выйти на передний план из-за роста геополитической напряженности на Ближнем Востоке. Мы продолжаем считать, что золото остается привлекательным в качестве защитного инструмента во времена неожиданных всплесков инфляции, а также геополитических потрясений.

### Динамика золотодобывающих компаний против индекса FTSE Gold



<sup>\*</sup> По состоянию на конец 2022 г.; <sup>\*\*</sup> ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются; <sup>\*\*\*</sup> ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется. Источник: данные «Полюса», Polymetal, Investing, оценки АТОН.

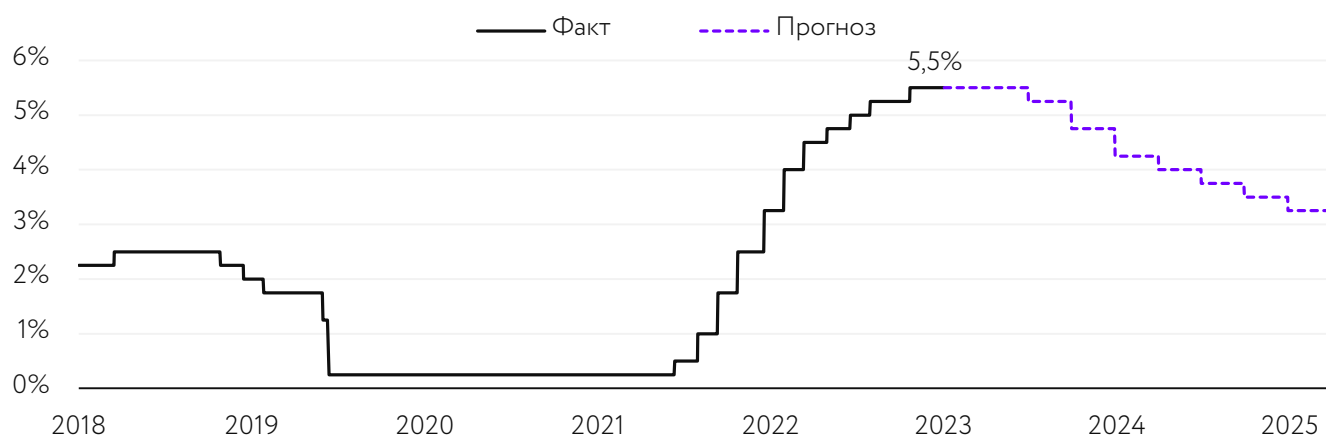
## Один из факторов роста – снижение ставки ФРС

В 2023 г. цена на золото снижалась до примерно \$1 815 за унцию (\$1 811 в феврале 2023 г). Это связано с ожиданиями, что политика высоких ставок ФРС США сохранится на долгое время. Свою роль сыграло и укрепление доллара США относительно других валют.

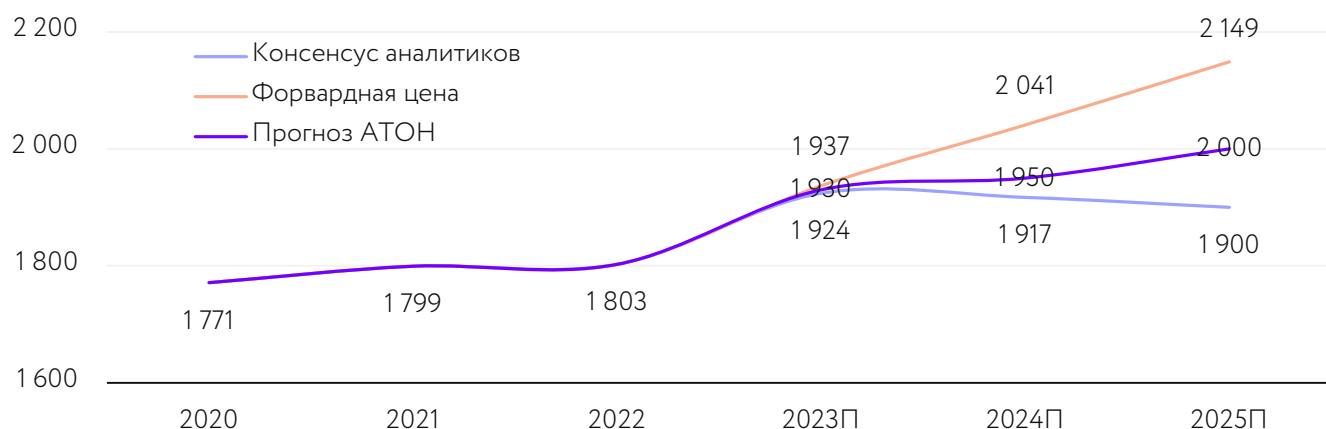
Сейчас ставка ФРС находится в диапазоне 5,25-5,5%, при этом медианный прогноз на конец текущего года по-прежнему предполагает еще одно повышение ставки на 0,25%. Средний прогноз ставки ФРС США на 2024 год на последнем заседании был повышен с 4,6% до 5,1%, сигнализируя, что ставки будут оставаться высокими дольше, чем ранее предполагалось.

Мы по-прежнему считаем, что золото остается привлекательным как защитный инструмент в периоды неожиданных всплесков инфляции, а также геополитических потрясений. В среднесрочной перспективе разворот политики ФРС и постепенное снижение ставок в США и Европе могут стать основным фактором роста цен на золото\*. В 2024 году мы прогнозируем среднюю цену на золото на уровне \$1 950 за унцию, однако в 4-м квартале 2023 года цены могут оставаться под давлением из-за высоких процентных ставок и замедления инфляции\*.

### Разворот политики ФРС может быть основным катализатором роста цен на золото



### Консервативный прогноз цен на золото в среднесрочной перспективе



\* Ожидания аналитиков АТОН, данное событие не гарантируется. Источник: ФРС США, Reuters, оценки АТОН.



## Большой потенциал спроса со стороны ЦБ

В условиях повышенной экономической и геополитической неопределенности весьма значителен потенциал формирования спроса со стороны центральных банков.

Средневзвешенная доля золота в резервах у десяти стран-лидеров по размеру накоплений составляет лишь 4,0%. Это очень мало с учетом эмпирического правила, по которому в золоте следует держать до 10% портфеля, и по сравнению с некоторыми европейскими странами, такими как Германия и Италия, у которых золото составляет свыше 70% резервов.

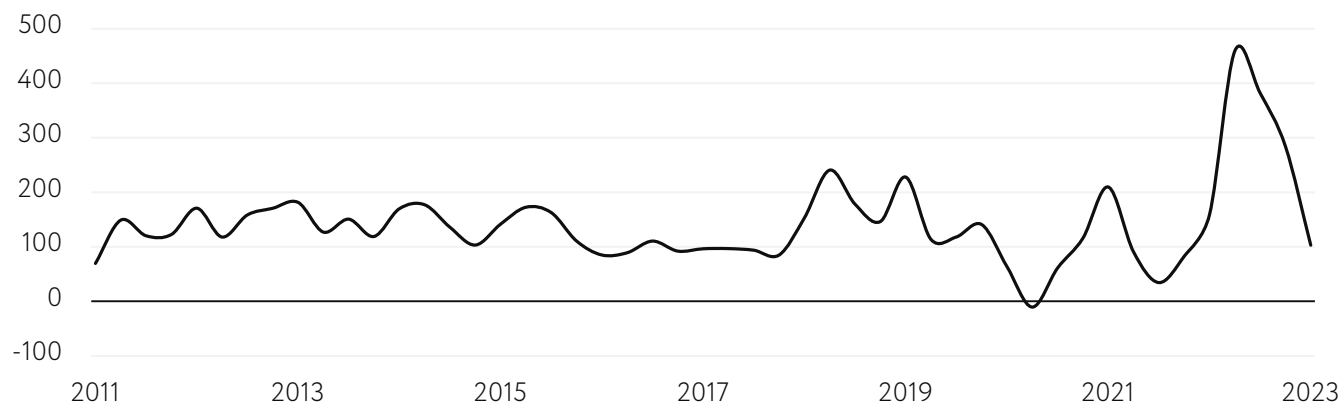
В 2022 году спрос центробанков на золото вырос в два раза по сравнению с предыдущим годом до \$70 млрд, достигнув 55-летнего максимума. Благодаря покупкам центральных банков мировой спрос на золото в 2022 году увеличился на 18% в годовом сравнении до 4 741 тонн, достигнув рекордных показателей

2011 года. Основными покупателями золота стали регуляторы из развивающихся стран, включая Турцию и Китай.

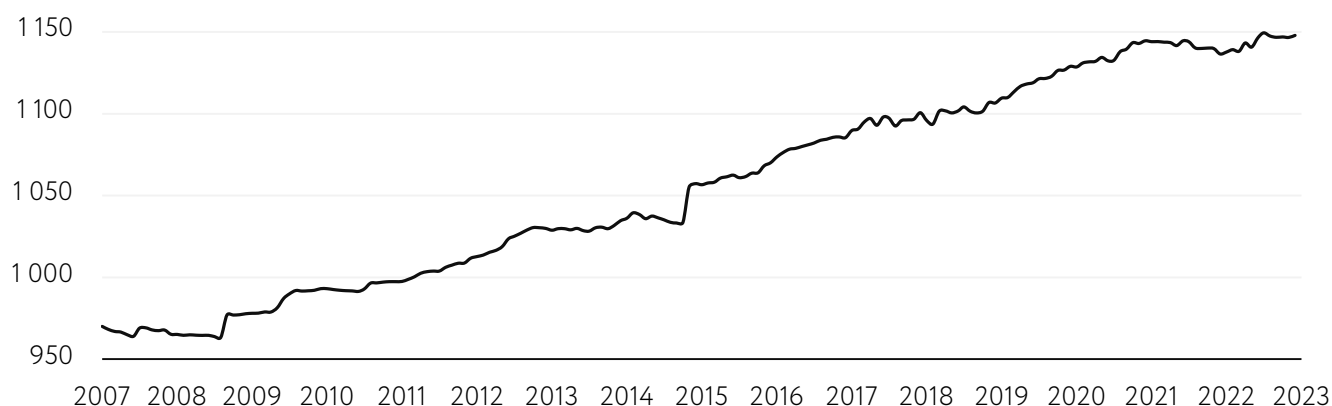
После рекордного старта в 1-м квартале 2023 года спрос на золото со стороны центральных банков во 2-м квартале значительно снизился: нетто-покупки упали на 35% год к году до 103 тонн. Тем не менее в целом динамика покупок золота центральными банками в 2023 году остается достаточно высокой: спрос в 1-м полугодии составил 387 тонн — максимальный уровень с 2000 года.

Мы сохраняем осторожный оптимизм относительно спроса на золото со стороны центральных банков в ближайшие кварталы, однако он вряд ли будет сопоставимым с уровнями, наблюдавшимися во 2-м полугодии 2022 г.

Спрос на золото со стороны мировых центробанков сильно вырос в 2022, нетто, т



Мировые золотые резервы МВФ продолжают активно пополняться, млн унц.



Источник: Всемирный совет по золоту, МВФ, оценки АТОН.

## ETF продолжают снижать свои запасы золота

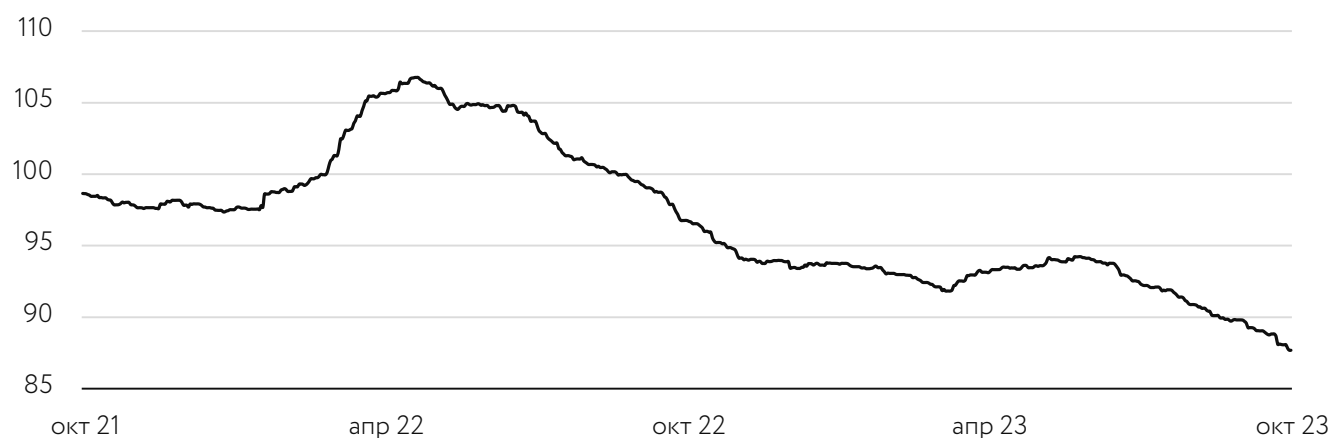
Значительную часть рынка золота составляют обеспеченные золотом ETF и аналогичные продукты, которые институциональные и индивидуальные инвесторы используют для реализации многих своих инвестиционных стратегий. Потоки в ETF часто отражают краткосрочные и долгосрочные намерения инвесторов держать золото.

В октябре 2023 года мировые золотые ETF пятый месяц подряд наблюдали чистый отток капитала, отражающий сниженную привлекательность золота как защитного актива в текущих рыночных условиях. С начала года чистый отток мировых золотых ETF

составил более 10 млн унций, при этом наибольшее сокращение наблюдалось в европейских фондах. Сейчас суммарные запасы ETF составляют 88 млн унций, или около \$165 млрд.

Отток средств из мировых золотых ETF может прекратиться из-за роста геополитической нестабильности на Ближнем Востоке. Исторически золото воспринимается инвесторами как защитный инструмент, что может способствовать росту спроса на этот металл.

Общие запасы золота в ETF снижаются пять месяцев подряд, млн унц.



Цена на золото следует за спросом со стороны золотых ETF



## Баланс спроса и предложения на золото

Во 2-м квартале 2023 года мировой спрос на золото снизился на 2% год к году до 921 тонны на фоне замедления чистых покупок центральными банками по сравнению с высокой базой 2-го квартала 2022. Общий объем предложения вырос на 7% в годовом сравнении до 1 255 тонн, чему способствовал рост во всех сегментах.

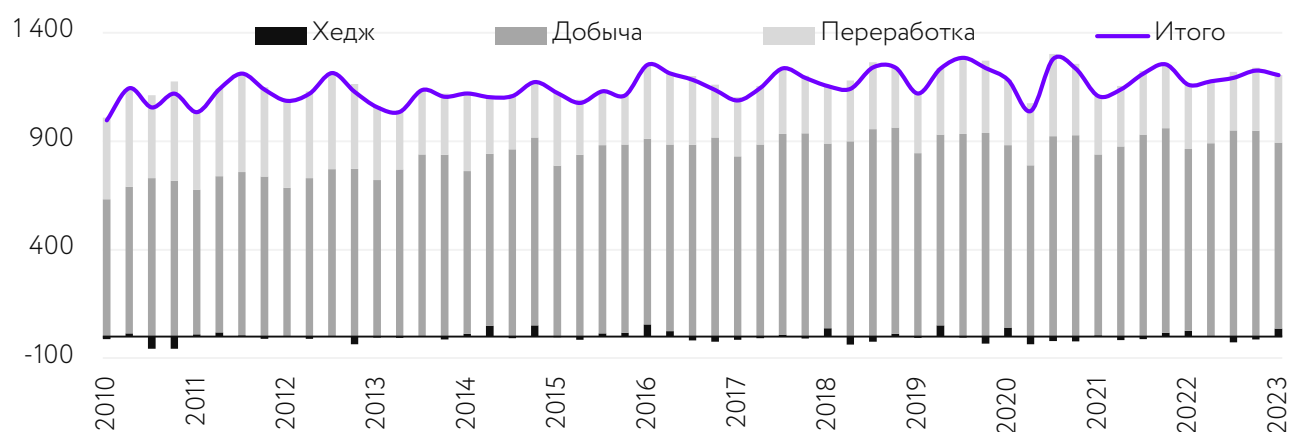
Доля инвестиционного спроса на золото (слитки, монеты, ETF, центральные банки) составляет порядка 25-30% в структуре спроса. Это подтверждает привлекательность золота как защитного инструмента во времена макроэкономической нестабильности.

В целом структура спроса на золото достаточно своеобразно. Спрос со стороны ювелирного сегмента увеличивается при росте мировой экономики, при этом страдает спрос на золото как на защитный инструмент со

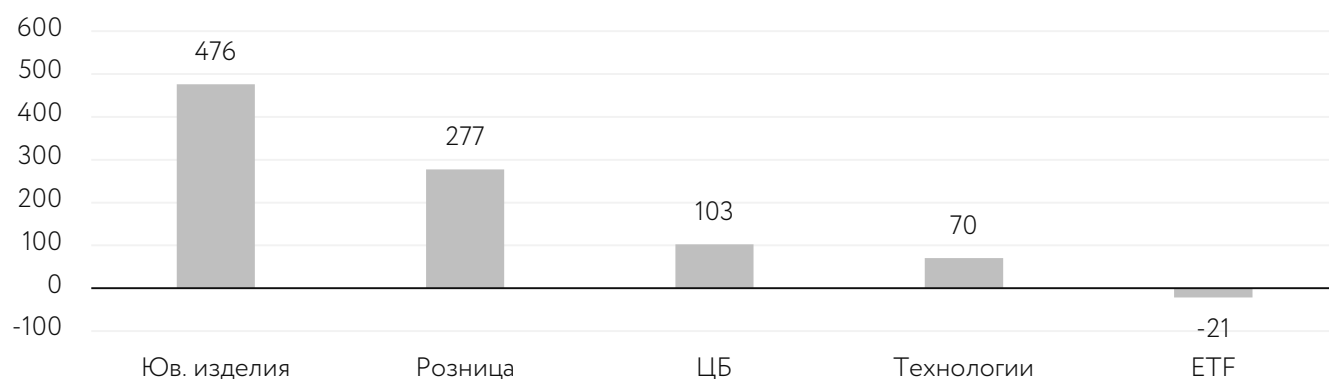
стороны центральных банков и финансовых институтов. По мере роста экономической неопределенности спрос в ювелирной отрасли снижается, что компенсируется ростом инвестиционного спроса.

Во 2-м квартале 2023 года потребление ювелирных изделий немного улучшилось, несмотря на высокие цены на золото, увеличившись на 3% г/г до 476 тонн. При объеме производства ювелирных изделий в 491 тонну запасы увеличились примерно на 15 тонн, отчасти потому что потребление ювелирных изделий в Китае не оправдало оптимистических ожиданий отрасли. На долю ювелирного сектора пришлось порядка 50% мирового потребления золота во 2-м квартале 2023 года.

### Предложение золота в разрезе по источникам

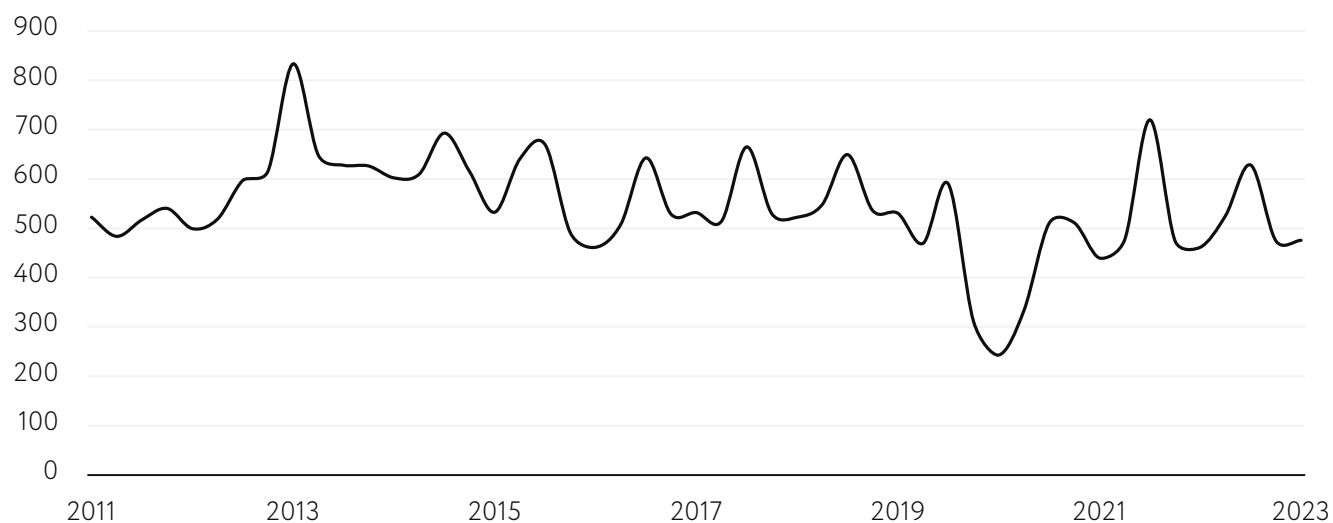


### Спрос на золото во 2К23 в разрезе по секторам, т

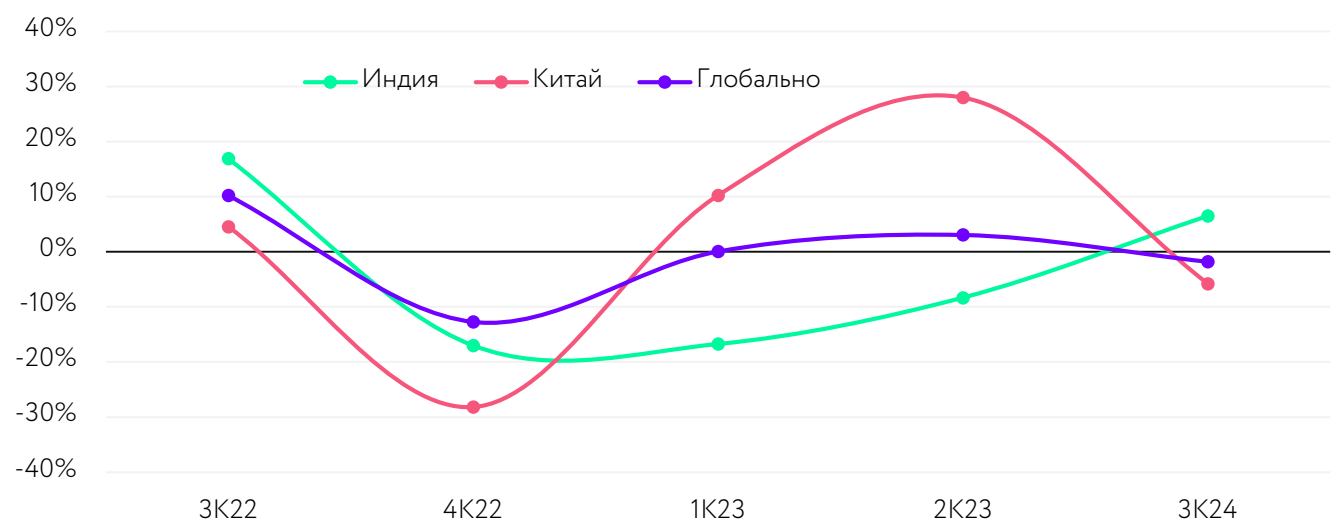


Источник: Всемирный совет по золоту, Investing, Yahoo Finance, оценки АТОН.

### Спрос на золото со стороны ювелирного сектора немного восстанавливается во 2К23, т



### На Китай и Индию приходится примерно половина мирового спроса на золото



Источник: Всемирный совет по золоту, Investing, Yahoo Finance, оценки АТОН.

## Сравнительные мультипликаторы: российские золотодобытчики и международные аналоги

	Посл. цена	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E		Див. доходность*		ЧД/ EBITDA	Изменение за				
			23П	24П	5Л средн.	23П	24П	5Л средн.	23П	24П	12М	3М	6М	12М	
<b>Российские золотодобытчики</b>															
Полиметалл	RUB	539	2 775	4,5	4,3	6,5	5,1	5,3	7,4	0%	4%	2,1	-3%	-14%	90%
Полюс	RUB	11 414	11 775	5,8	5,6	7,2	4,8	5,0	7,8	0%	5%	0,5	-4%	11%	93%
<b>Средневзвешенное значение</b>				5,3	5,1	6,9	4,9	5,1	7,7	0%	4%	1,1	-3%	2%	92%
<b>Медиана</b>				5,2	4,9	6,8	4,9	5,2	7,6	0%	4%	1,3	-3%	-1%	92%
<b>Крупные производители золота</b>															
Barrick Gold	USD	16,0	29 028	7,5	5,9	7,7	20,8	14,7	19,1	2%	3%	0,1	1%	-17%	26%
Newmont Mining	USD	37,9	31 096	7,9	5,7	8,4	22,7	15,3	18,2	4%	4%	0,7	-3%	-18%	4%
Newcrest	AUD	23,3	13 599	7,3	7,1	7,9	20,2	16,4	16,5	3%	2%	0,8	-4%	-14%	45%
Agnico Eagle	USD	47,5	24 635	8,1	7,7	10,2	17,1	22,3	25,6	3%	3%	0,5	3%	-15%	21%
Newcrest	AUD	23,3	13 599	7,3	7,1	7,9	20,2	16,4	16,5	3%	2%	0,8	-4%	-14%	45%
AngloGold	ZAr	33 777	7 779	5,8	4,8	5,0	14,1	10,7	9,4	1%	2%	0,5	-6%	-34%	43%
<b>Средневзвешенное значение</b>				7,5	6,4	8,3	20,0	16,6	19,0	3%	3%	0,5	-1%	-17%	24%
<b>Медиана</b>				7,4	6,5	7,9	20,2	15,9	17,3	3%	3%	0,6	-4%	-16%	34%
<b>Средние производители золота</b>															
Kinross Gold	USD	5,3	6 836	5,3	5,5	5,0	14,5	16,4	13,1	2%	2%	1,2	18%	5%	65%
Fresnillo plc	GBp	559	5 101	6,8	5,5	7,6	35,5	20,0	17,9	2%	3%	0,3	0%	-22%	-20%
Gold Fields	ZAr	24 872	12 195	5,3	4,3	4,7	13,7	10,1	10,0	3%	3%	0,3	-1%	-18%	80%
Buenaventura	USD	8,1	2 342	8,5	6,1	7,8	17,2	9,6	14,2	1%	1%	1,9	10%	18%	29%
Pan American	USD	14,4	5 627	9,3	5,8	8,5	56,0	19,3	18,9	3%	3%	0,2	0%	-14%	1%
B2Gold	CAD	4,4	4 359	3,9	4,1	4,5	10,9	11,4	10,4	5%	5%	отр.	7%	-16%	16%
Centerra	CAD	7,8	1 313	3,8	2,5	3,4	78,1	13,2	7,2	3%	3%	отр.	5%	-9%	36%
Centamin	GBp	86,5	1 241	2,9	2,7	4,1	7,6	9,0	11,4	4%	5%	отр.	-7%	-21%	-3%
Harmony	ZAr	8 762	2 981	5,1	3,8	3,5	11,3	7,0	6,7	0%	1%	отр.	19%	-6%	80%
IAMGOLD	USD	2,5	1 256	6,1	3,0	4,0	25,0	9,4	33,6	н.д.	н.д.	2,0	6%	-16%	92%
Eldorado	CAD	15,0	2 305	5,6	5,0	4,9	31,3	21,9	20,8	0%	0%	0,6	25%	-4%	104%
New Gold Inc.	USD	1,1	883	3,9	2,6	4,4	61,5	8,5	29,6	н.д.	н.д.	0,9	22%	-9%	52%
<b>Средневзвешенное значение</b>				5,9	4,7	5,5	24,9	13,7	14,0	2%	3%	0,4	7%	-11%	46%
<b>Медиана</b>				5,3	4,2	4,6	21,1	10,7	13,7	2%	3%	0,3	6%	-12%	44%
<b>Алмазы</b>															
АЛРОСА	RUB	70,5	5 586	3,6	4	5,7	6	6,7	8	0,1	0	0	-21%	5%	7%
Petra Diamonds	GBp	48	115	3,2	4	4,2	н.д.	н.д.	8	0	н.д.	2	-37%	-28%	-58%
Gem Diamonds	GBp	11,3	20	4,4	н.д.	3,3	34	н.д.	6	0,01	н.д.	н.д.	-38%	-55%	-62%
<b>Средневзвешенное значение</b>				3,6	4	5,6	6	6,5	8	0,1	0	0	-21%	4%	6%
<b>Медиана</b>				3,6	4	4,2	20	6,7	8	0,01	0	1	-37%	-28%	-58%

\* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются.  
Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН.



Телекомы и IT

## Позитивный взгляд на сектор ИТ

Мы положительно смотрим на перспективы ИТ-сектора с учетом восстановления экономики РФ, продолжения курса на ее цифровизацию и новых возможностей для роста российских компаний в связи с уходом иностранных игроков, а также широкой поддержки со стороны государства.

**Ключевая движущая сила рынка — дальнейшая цифровизация экономики**, по степени которой РФ по-прежнему отстает как от развитых, так и от других развивающихся стран. Чтобы сравняться по доле ИТ-сектора в ВВП с ЕС и США, рынок должен вырасти в 3 раза, со средним уровнем по крупнейшим развивающимся странам (Бразилия, Индия, Китай) — в 1,3 раза.

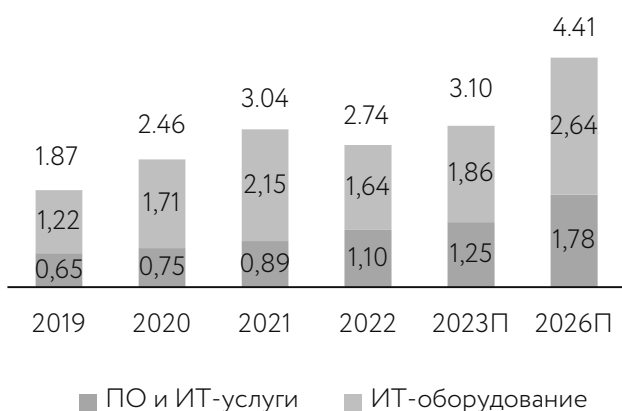
К 2026 г. объем российского ИТ-рынка, согласно прогнозам Strategy Partners, может составить более 4.4 трлн руб. (1.6x к уровню 2022 г.). После просадки на 10% в 2022 г., которая была обусловлена главным образом уходом иностранных игроков, в 2023 г. рынок вернулся на траекторию роста, причем российские компании получили возможность усилить свои конкурентные позиции.

Сектор ИТ пользуется обширной поддержкой государства. Для ИТ-компаний из перечня Минцифры действует пониженная ставка налога на прибыль (0% до 2025 г.) и снижены страховые взносы.

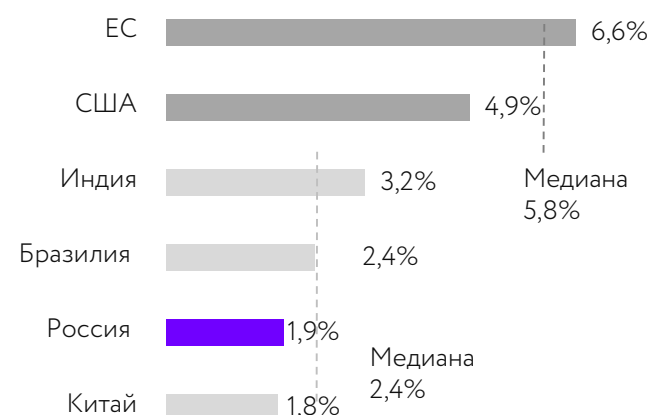
С 2025 г. широкому кругу российских компаний необходимо перейти на российское ПО, согласно Указу 250 Президента Российской Федерации от 01.05.2022 «О дополнительных мерах по обеспечению информационной безопасности Российской Федерации» и Указу 166 Президента Российской Федерации от 30.03.2022 «О мерах по обеспечению технологической независимости и безопасности критической информационной инфраструктуры Российской Федерации».

Из значимых рисков для ИТ-сектора и телекомов мы в первую очередь отмечаем усиление дефицита кадров. Нехватка квалифицированных специалистов ведет к ускоренной инфляции затрат, и ее сохранение в среднесрочной перспективе может оказывать давление на рентабельность компаний.

Объем российского ИТ-рынка, трлн руб.



Доля ИТ-рынка в ВВП в 2022 г., %



Среди ИТ-компаний и продуктов, покинувших российский рынок или сокративших присутствие:



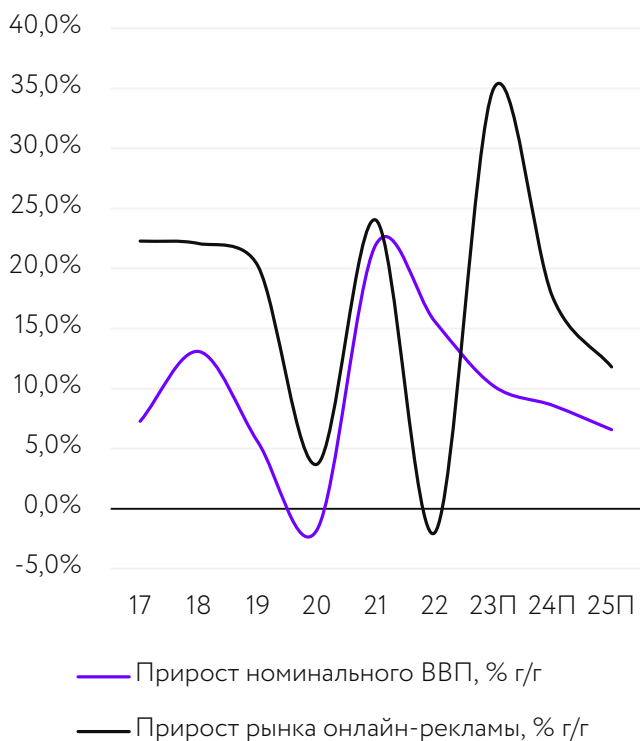
Источник: Strategy Partners, Интерфакс, расчеты АТОН.

## Ключевые сегменты в фокусе

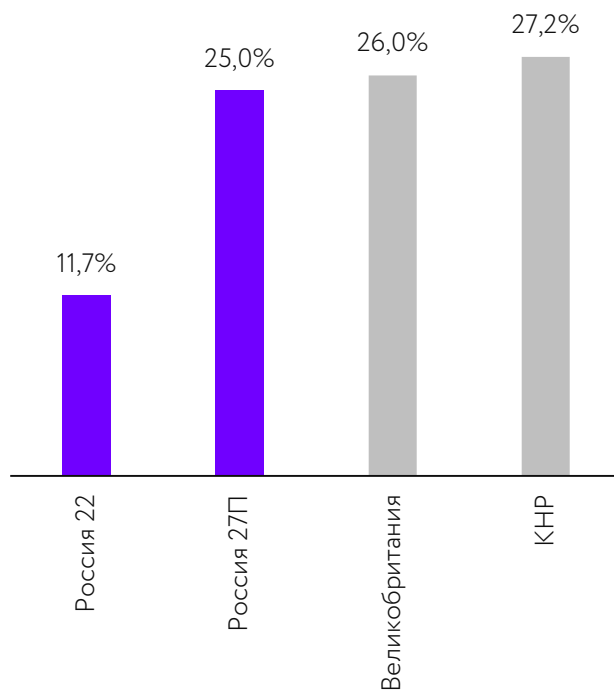
**Рынок интернет-рекламы отражает восстановление деловой активности.** Согласно данным Ассоциации коммуникационных агентств России, по итогам 1-го полугодия 2023 г. суммарный объем рекламы в средствах ее распространения составил 315 млрд руб., увеличившись на 27% год к году. Во 2-м квартале 2023 г. рост составил 50% в годовом сравнении. Рынок рекламы исторически следует за динамикой ВВП с большей амплитудой, и с учетом прогнозов по росту экономики мы ожидаем сохранения высоких рекламных бюджетов, причем доля интернет-формата, на наш взгляд, продолжит расти.

**Рынок онлайн-торговли, на наш взгляд, сохраняет большой потенциал роста.** Согласно данным Ассоциации компаний интернет-торговли, в 2022 г. и 1-м полугодии 2023 г. объем онлайн-торговли в РФ увеличился на 27% и 20% год к году соответственно, а ее доля в общем розничном обороте составила порядка 12%. Исходя из тенденций развития отрасли в РФ и опыта прочих стран, мы ожидаем, что проникновение онлайн-торговли к 2027 г. может приблизиться к 25%, что в совокупности с увеличением оборота розничной торговли в целом предполагает рост онлайн-торговли в 2,6 раз по сравнению с 2022 г. до более чем 13 трлн руб.

**Динамика номинального ВВП и объема рекламного рынка, прирост в процентах год к году**



**Доля онлайн-торговли в общем обороте розничной торговли (2022 г.)**





Рынок инфраструктурного ПО — один из главных бенефициаров импортозамещения. Если в 2021 г. доля российских разработчиков на рынке, по данным Strategy Partners, составляла 8%, то в 2022 г. на фоне ухода иностранных игроков она выросла до 36%,

а к 2026 г. может увеличиться до 78%. Общий объем рынка, приходящийся на российских разработчиков, может вырасти до 137 млрд рублей против 10 млрд рублей в 2021 г.

Рынок инфраструктурного ПО, млрд руб.



## Обзор компаний сектора

### «Яндекс»

Ключевые факторы инвестиционной привлекательности «Яндкса» — прочные позиции в сегментах «Поиска» и «Такси» (более 60% рынка), уникальные преимущества экосистемы и успешный опыт развития новых направлений. Общее восстановление экономики и потребительских настроений, а также уход иностранных конкурентов придали компании импульс роста и позволили увеличить выручку и EBITDA за 9 месяцев 2023 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 54% и 36% соответственно. До конца 2023 г. «Яндекс» намерен представить на утверждение акционерам предложение о реструктуризации, что может внести ясность в процесс редомициляции. В случае успешного «переезда» мы ожидаем постепенного сокращения дисконта в оценке «Яндкса», который сейчас, по нашим расчетам, составляет более 50% относительно средних исторических уровней.

### Ozon

Второй по обороту и единственный публичный игрок в РФ, ориентированный исключительно на стремительно развивающийся рынок электронной коммерции. Выход на безубыточность на операционном уровне при высоких темпах роста оборота (+110% г/г за 9 месяцев 2023) доказывает прочность бизнес-модели Ozon и самодостаточность в плане фондирования. Дальнейшее улучшение рентабельности и сохранение сильной динамики оборота в последующие периоды могут послужить катализаторами для котировок. Компания высказывала заинтересованность в редомициляции, однако пока без конкретики. Появление позитивных новостей в этом вопросе может стать дополнительным драйвером роста бумаг.

### VK

Один из лидеров по аудиторным показателям в Рунете. Компания активно инвестирует в разработку и маркетинг продуктов. На этом

фоне она показывает двузначные темпы прироста выручки в ключевых направлениях бизнеса, притом что прибыль находится под давлением. Долгосрочные перспективы VK зависят от устойчивости размера и вовлеченности аудитории, а также от того, сможет ли компания восстановить показатели маржинальности без существенного ущерба для роста. Таким образом, повышение рентабельности, помимо общерыночных параметров, видится нам ключевым потенциальным драйвером роста акций VK.

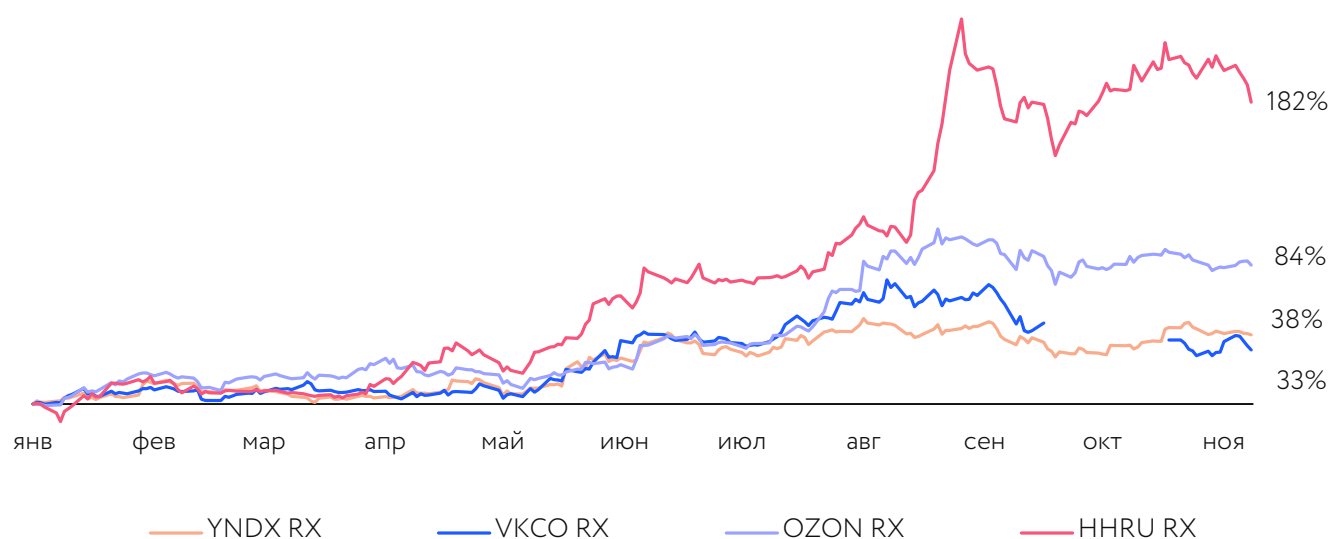
### HeadHunter

Рекордно низкий уровень безработицы и конкуренция между работодателями повышают востребованность услуг HeadHunter, что отражается в сильной динамике его финансовых показателей: за 9 месяцев 2023 г. прирост выручки составил в годовом сравнении 59% г/г, прирост EBITDA — 88%. Компания инициировала процесс редомициляции и выкуп акций у нерезидентов с дисконтом 70% к рыночной цене. Успешный выкуп и редомициляция могут повысить ее стоимость для российских акционеров и открыть возможность для выплаты дивидендов в будущем, что может послужить драйвером для роста котировок.

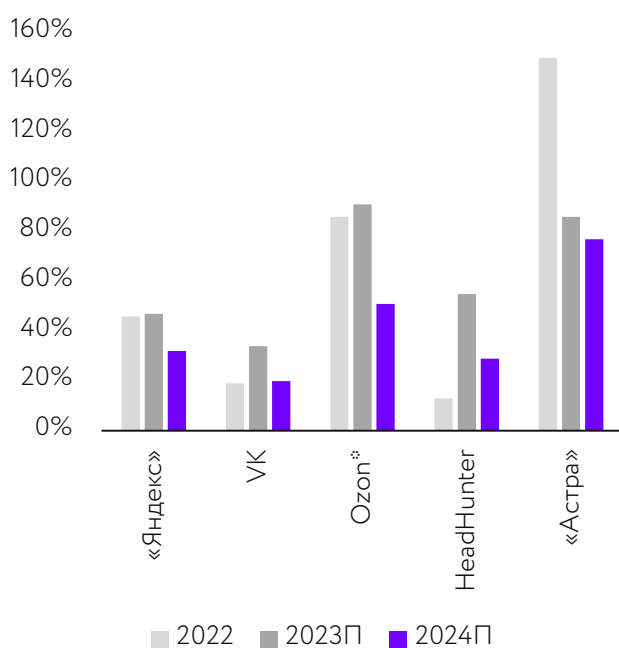
### «Астра»

Крупнейший разработчик инфраструктурного программного обеспечения (ПО) в РФ с долей рынка 23% среди российских разработчиков в целом и 75% в сегменте отечественных операционных систем, по данным Strategy Partners. Компания занимает нишу на рынке, которая освобождается по мере ухода иностранных разработчиков, и демонстрирует сильные результаты: по данным финансовой отчетности, в 2022 г. она показала рост 2,5x г/г по выручке, 2,7x по EBITDA, за 1-е полугодие 2023 — 3,1x г/г по выручке и EBITDA. Продолжение цифровизации экономики и широкое пространство для импортозамещения — ключевые факторы инвестиционной привлекательности компании.

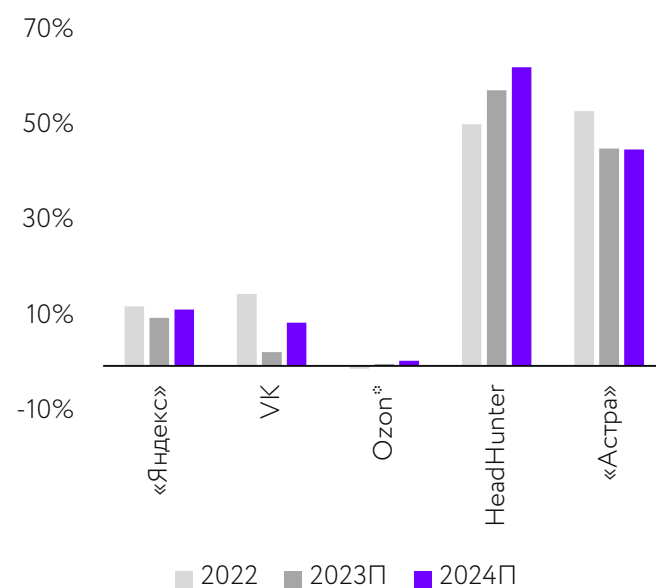
## Динамика акций ИТ-компаний с начала 2023 г.



## Прирост выручки ИТ-компаний, % год к году



## Рентабельность EBITDA ИТ-компаний, %



\* Для Ozon указаны рост валового оборота (GMV) и отношение EBITDA к GMV.  
Источник: Investing.com, данные компаний, расчеты АТОН.

## Сравнительные мультипликаторы по ИТ-компаниям\*

Компания	Кап-я \$ млн	EV/EBITDA		EV/Продажи		P/E	
		2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П
Яндекс	10 267	13,4	8,6	1,3	1,0	111,2	28,2
VK	1 508	22,5	10,7	1,8	1,5	отриц.	отриц.
Ozon	6 158	97,9	24,0	1,4	1,0	отриц.	отриц.
HeadHunter	2 063	11,2	8,0	6,5	5,0	16,1	10,7
Астра	1 132	22,7	12,8	10,3	5,8	23,0	13,1
<b>Медиана</b>		<b>22,5</b>	<b>10,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>23,0</b>	<b>13,1</b>
Baidu	37 760	5,9	5,5	1,4	1,3	10,8	10,6
Alphabet	1 665 230	12,9	11,2	6,2	5,5	22,6	19,0
Z Holdings	22 238	11,1	9,8	2,2	2,0	17,7	29,6
<b>Поиск</b>		<b>11,1</b>	<b>9,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>17,7</b>	<b>19,0</b>
Tencent	377 296	13,4	12,4	4,6	4,1	18,7	15,9
Weibo	2 649	2,7	2,6	0,9	0,8	5,4	5,1
Snapchat	18 481	197,4	71,7	4,1	3,7	168,2	82,3
Pinterest	21 158	28,2	21,5	6,2	5,3	28,7	26,2
<b>Социальные сети</b>		<b>20,8</b>	<b>16,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>23,7</b>	<b>21,0</b>
Amazon	1 474 873	14,8	13,1	2,7	2,5	41,8	33,2
JD	40 710	4,9	4,2	0,2	0,2	9,2	8,2
Alibaba	211 079	6,3	5,2	1,2	1,1	11,3	9,2
Mercadolibre	69 913	26,5	21,2	4,9	4,0	62,6	43,1
Zalando	5 982	9,1	7,4	0,5	0,5	36,9	24,0
Allegro	7 760	15,3	12,4	3,6	3,1	32,6	21,7
<b>Онлайн-торговля</b>		<b>12,0</b>	<b>9,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>34,8</b>	<b>22,8</b>
Uber	105 599	28,2	19,1	3,0	2,6	68,6	36,1
Lyft	3 896	15,9	10,7	0,8	0,7	19,6	17,9
<b>Заказ такси</b>		<b>22,0</b>	<b>14,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>44,1</b>	<b>27,0</b>
DoorDash	35 586	26,9	19,8	3,7	3,2	н.д.	89,5
Delivery hero	7 798	42,7	15,0	1,1	0,9	н.д.	н.д.
Meituan	89 259	22,4	14,7	2,1	1,8	29,8	19,9
Zomato	12 788	н.д.	н.д.	13,5	8,4	н.д.	н.д.
<b>Доставка еды</b>		<b>26,9</b>	<b>15,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>29,8</b>	<b>54,7</b>
Recruit Holdings	50 358	13,9	12,5	2,0	2,0	25,5	23,1
Seek	4 894	16,0	16,2	7,2	7,3	30,4	32,9
En Japan	738	13,7	12,7	1,3	1,2	27,0	29,5
Tongdao Liepin	413	7,5	3,9	0,6	0,5	37,0	13,4
<b>Онлайн-подбор персонала</b>		<b>13,8</b>	<b>12,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>28,7</b>	<b>26,3</b>
Microsoft	2 733 921	26,6	22,3	12,8	11,1	38,2	32,6
Oracle	311 577	15,3	14,8	7,8	7,2	22,6	20,4
Servicenow	130 365	44,8	35,7	14,4	11,9	61,1	50,4
SAP	189 420	18,6	16,5	5,3	4,9	27,4	23,4
IBM	134 986	12,7	12,2	3,0	2,9	15,5	15,0
VMware	64 232	14,1	13,2	5,2	5,0	23,2	21,1
<b>Инфраструктурное ПО</b>		<b>17,0</b>	<b>15,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>25,3</b>	<b>22,3</b>

Источник: Yahoo Finance, данные компаний, расчеты АТОН.

## Взгляд на телекомы и АФК «Система»

Телекомы остаются надежными защитными активами со стабильными дивидендами и к тому же предлагают перспективы роста в новых технологических направлениях.

Российские телеком-компании ведут разработку собственных базовых станций, что в перспективе снимает один из ключевых рисков, сформировавшийся в 2022 г., когда они столкнулись с трудностями в импорте оборудования.

### МТС

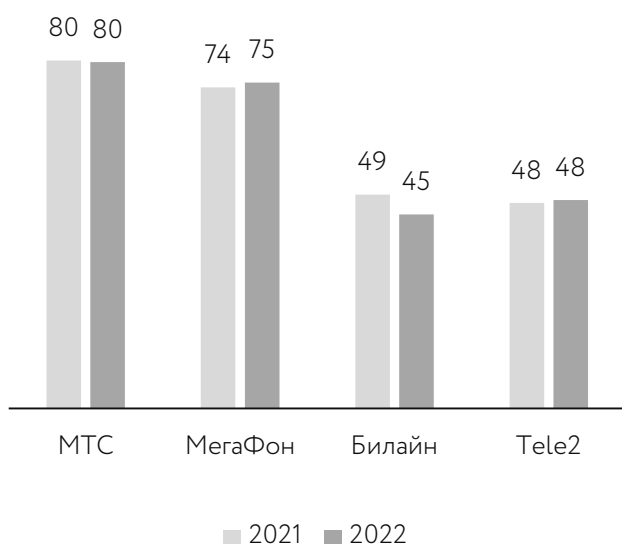
Сохраняет стабильные показатели в своем основном сегменте услуг связи, что обеспечивает ей солидный денежный поток, возможность выплачивать дивиденды и развивать новые направления, включая финтех, медиа и облачные технологии. По нашим ожиданиям, в 2024 году компания сможет

выплатить дивиденды в районе 36 руб. на акцию, что соответствует дивидендной доходности порядка 13%.\*

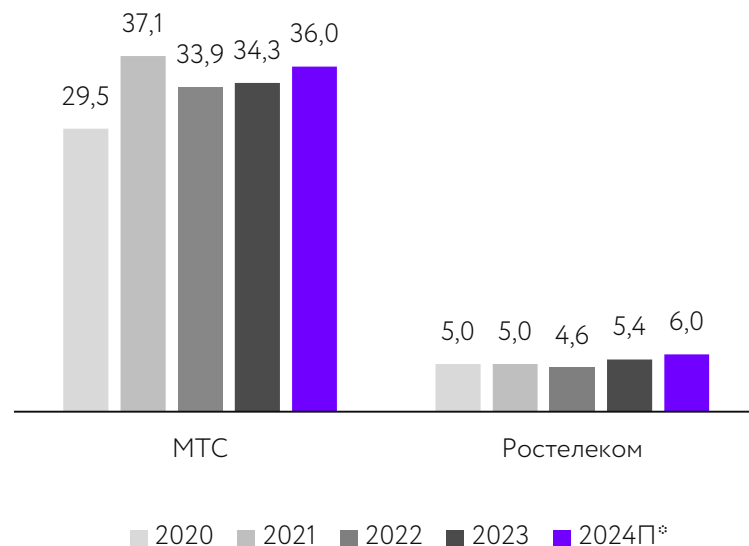
### «Ростелеком»

После более чем годового перерыва вернулся к раскрытию отчетности, что само по себе позитивно. Цифры за 1-е полугодие и 3-й квартал 2023 оказались выше наших ожиданий благодаря значительному росту мобильного сегмента и новых направлений бизнеса. Дальнейший рост в структуре доходов компании таких бизнесов, как кибербезопасность, облачные вычисления, контентные сервисы и др., со временем должен положительно сказаться на ее оценке. Что касается дивидендов, то, по нашим расчетам, Ростелеком может выплатить порядка 6 руб. на акцию за 2023 год (с доходностью более 7%).\*

База абонентов мобильных операторов, млн человек



Дивидендные выплаты телекомов, руб. на акцию



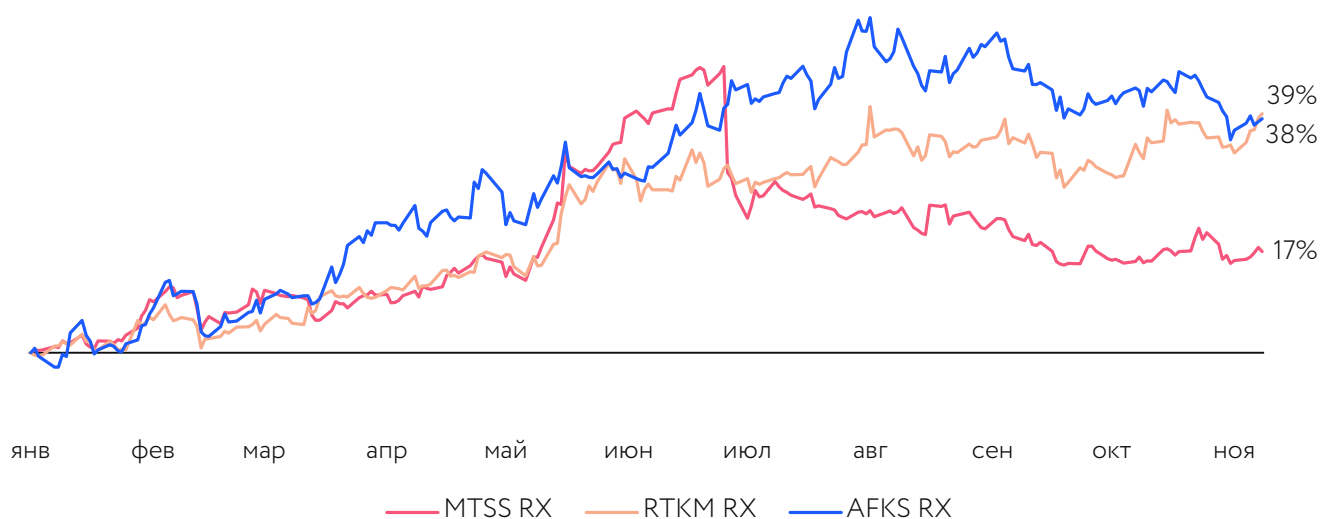
\* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются. Источник: «Коммерсантъ», данные компаний, расчеты АТОН.

## АФК «Система»

Предлагает диверсифицированный портфель активов, которые в основном ориентированы на внутренний рынок и не сильно подвержены геополитическим рискам. В этом смысле она выступает ставкой на восстановление российской экономики. По нашей оценке, АФК «Система» торгуется с дисконтом около 65% к стоимости ее чистых активов (капитализация активов в доле «Системы» за вычетом чистого долга корпоративного

центра), который умеренно выше среднего дисконта за последние 5 лет (55-60%). В операционном плане крупнейшие непубличные бизнесы «Системы», включая «Медси», «Биннофарм» и Агрохолдинг «Степь», готовы к IPO, и появление новостей об их возможной монетизации, на наш взгляд, может стать основным драйвером для сокращения дисконта.

## Динамика акций телекомов и АФК Система с начала 2023 г.



## Сравнительные мультипликаторы по телеком-операторам

Компания	Кап-я \$ млн	EV/EBITDA		EV/Продажи		P/E	
		2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П
МТС	5 894	4,0	3,6	1,6	1,5	10,6	9,6
Ростелеком	2 667	3,0	2,9	1,0	0,9	7,0	6,0
<b>Среднее</b>		<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>
Turkcell	4 146	3,8	2,4	1,6	1,0	8,1	5,7
Saudi Telecom	49 456	7,6	7,2	2,6	2,4	14,2	13,6
National Mobile Telecom	1 953	2,8	2,6	1,0	0,9	15,0	15,0
MTN Group	9 173	3,1	3,0	1,3	1,3	8,3	8,1
Vodacom Group	11 458	5,9	4,8	2,3	1,8	10,8	10,2
China Mobile	174 607	3,0	2,8	1,0	1,0	9,2	8,6
Axiata Group	4 677	5,9	5,6	2,7	2,6	38,1	24,0
PLDT	4 781	5,7	5,3	2,7	2,5	8,7	8,4
<b>Развивающиеся рынки</b>		<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>
AT&T	111 254	6,4	6,3	2,3	2,3	6,4	6,3
Telefonica	23 065	5,0	5,0	1,6	1,6	11,6	11,1
Vodafone Group	25 711	4,9	5,5	1,6	1,7	8,1	10,4
Deutsche Telekom	114 964	6,8	6,3	2,5	2,4	12,9	11,5
Swisscom	29 358	7,5	7,5	3,1	3,1	15,3	15,2
Telenor	14 721	7,4	7,0	3,2	3,1	14,0	15,0
Telecom Italia	5 991	6,3	6,0	2,3	2,3	н.д.	н.д.
Telia	8 759	6,3	6,0	2,1	2,1	18,4	14,3
Tele2	5 213	7,4	7,1	3,0	2,9	14,1	13,5
<b>Развитые рынки</b>		<b>6,4</b>	<b>6,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>13,5</b>	<b>12,5</b>

# Потребительский сектор





## Рост доходов и ускорение инфляции могут поддержать продажи

**Доходы населения растут на фоне низкой безработицы.** По данным Росстата, безработица в РФ находится на исторических минимумах (менее 3,5%), и значительного ее роста пока не ожидается. Высокий спрос на рабочую силу стимулирует рост доходов населения (+4,7% за 1-е полугодие 2023 г.), что, в свою очередь, оказывает поддержку потребительскому спросу и розничным продажам. В то же время стоит отметить, что дефицит кадров может негативно сказываться на маржинальности ритейлеров из-за ускоренного роста расходов на персонал.

**Инфляция ускоряется, а вместе с ней и рост среднего чека.** По прогнозам ЦБ, пик роста цен в годовом выражении может прийти на весну-лето 2024 г., и в целом за 2024 г. инфляция может составить порядка 6-7%. На этом фоне как минимум в 1-м полугодии 2024 г. мы ожидаем улучшения динамики сопоставимых продаж ритейлеров, которые

исторически следуют за темпом инфляции в экономике.

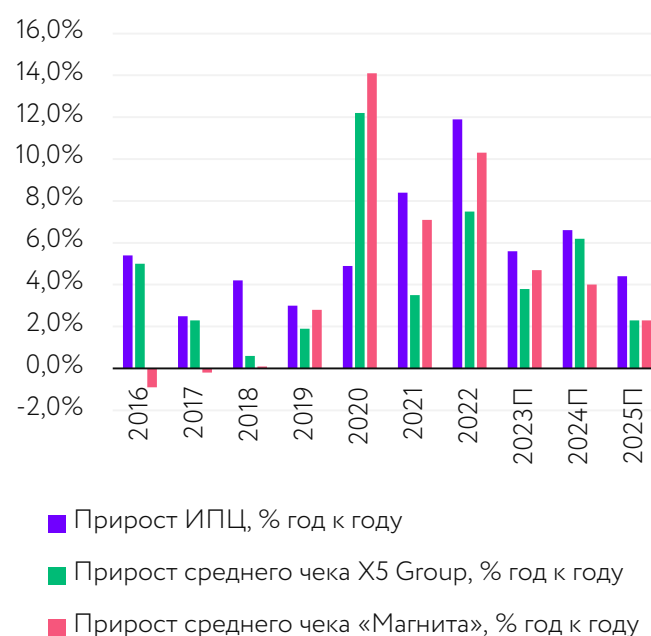
**Ослабление рубля вряд ли окажет существенное давление на продуктовых ритейлеров.** Доля импортных товаров в продовольственной рознице относительно невысока (25-30%, согласно INFOline), кроме того, этот сегмент в целом отличается большой гибкостью как в плане выбора поставщиков, так и в вопросе ценообразования.

**Последствия девальвации в непродовольственном сегменте будут неодинаковыми для разных компаний.** Доля импорта в непродовольственной рознице выше (50-60%), что в целом подразумевает большую чувствительность к изменению курса рубля. При этом компании, имеющие сильный бренд и эффективно управляющие ассортиментом, могут проходить периоды девальвации относительно безболезненно.

### Динамика занятости и реальных заработных плат



### Динамика продовольственной инфляции в РФ и среднего чека X5 Group и «Магнита»



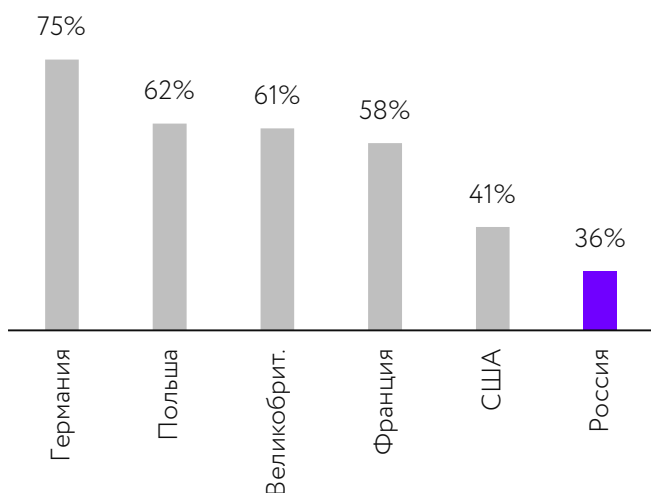
Источник: ЦБ, Росстат, Интерфакс, INFOline, данные «Магнита» и X5 Group, оценки АТОН.

## В продуктовой рознице сохраняются драйверы роста

Крупные компании по-прежнему имеют возможность активно расти за счет расширения торговых площадей и поглощения локальных игроков. Уровень консолидации продовольственной розницы в РФ остается относительно невысоким на фоне развитых стран (по нашей оценке, около 35% против 40-80% в странах ЕС и США). Исходя из установленного ФАС лимита на долю рынка для одного игрока (25%), X5 Group и «Магнит» могут вырасти еще примерно в два раза без оглядки на антимонопольные ограничения — это позволяет им каждый год открывать большое число магазинов.

**Перспективы M&A.** За исключением «Магнита» и X5 Group, большинство игроков, входящих в топ-10 лидеров продуктовой розницы, работают либо в специализированных форматах (Mercury Retail, «Светофор», «ВкусВилл»), либо в формате гипермаркетов («Лента», «Ашан», «О'кей»). В таких условиях мы не ожидаем увидеть сделок, сопоставимых по размеру с приобретением «Магнитом» сети «Дикси» или покупкой «Лентой» сети «Монетка», однако лидеры рынка могут точечно усиливать свое присутствие за счет поглощения региональных сетей.

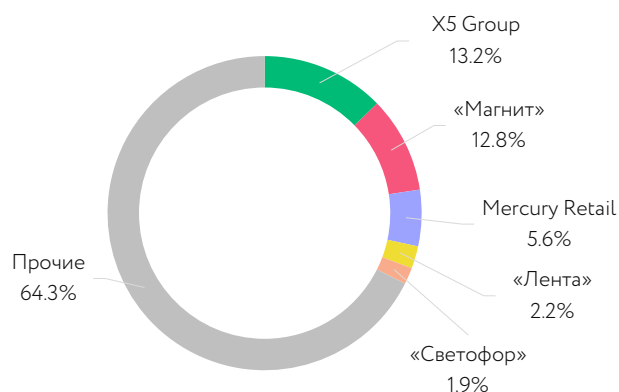
**Доля пяти крупнейших ритейлеров на рынке (2022):**



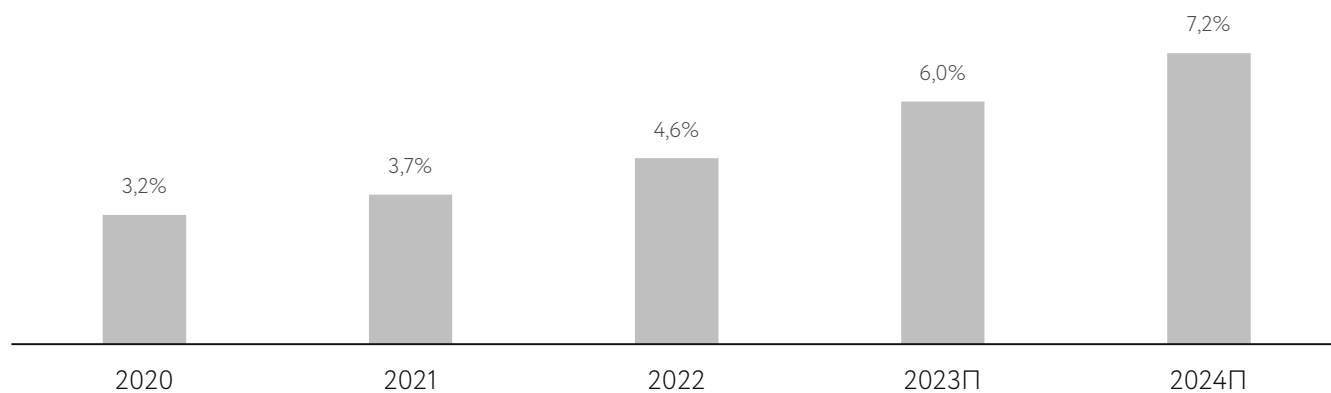
Жесткие дискаунтеры продолжают набирать популярность. Формат демонстрирует лучшую динамику продаж, опережая «магазины у дома». Согласно данным INFOline, доля жестких дискаунтеров в общем объеме продуктовой розницы к 2024 г. может увеличиться до 7,2% по сравнению с 3,7% в 2021 г. и 4,6% в 2022 г. На этом фоне X5 Group активно развивает сеть «Чижик», «Магнит» — сеть «Первый выбор». Также среди крупных игроков к этому формату можно отнести «Светофор» и Fix Price в части продуктового ассортимента.

**Темпы роста в онлайн-формате остаются высокими,** несмотря на замедление после пандемии. По данным INFOline, по итогам 2023 г. рост рынка доставки может составить более 40%. Мы отмечаем сильную динамику в онлайн-формате у ключевых игроков. Так, X5 Group за 9 месяцев и 3-й квартал 2023 г. показала рост онлайн-продаж на 69% и 98%, Лента — на 22% и 45% соответственно. «Магнит» в октябре 2023 г. приобрел шестой по величине маркетплейс в РФ KazanExpress с прицелом на ускоренное развитие в формате.

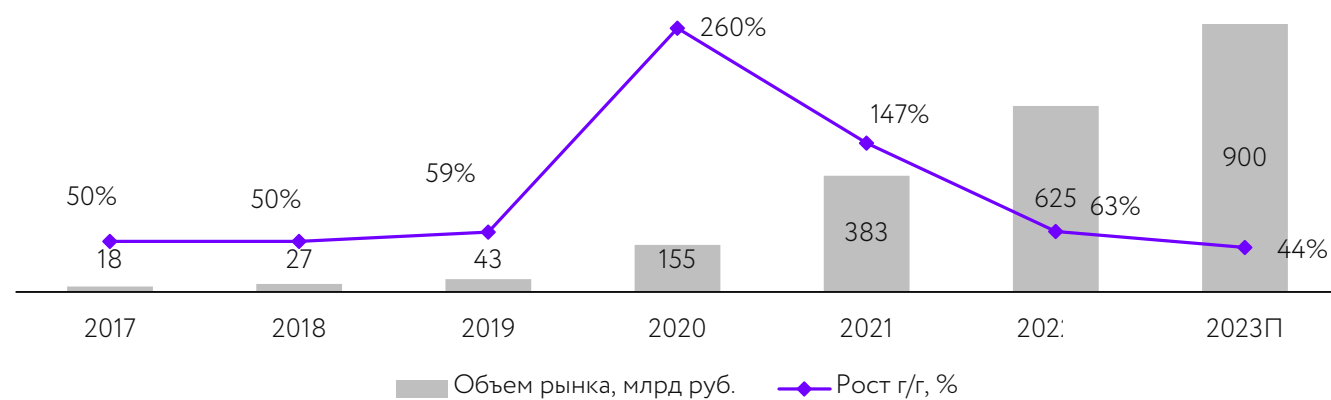
**Топ-5 компаний в российской продуктовой рознице (2022):**



## Доля жестких дискаунтеров в продуктовой рознице:



## Объем и динамика рынка доставки продуктов питания:



## Продуктовые ритейлеры: главное

### X5 Group

Крупнейший по выручке продуктовый ритейлер в РФ с хорошей динамикой показателей и амбициозной стратегией роста. В ближайшей перспективе X5 намерена наращивать выручку на 20% в год. В укреплении лидерства группе помогает продвижение дискаунтеров «Чижик» и экспансия в регионах. X5 по-прежнему испытывает технические сложности с выплатой дивидендов из-за иностранной регистрации, но при этом имеет возможность больше инвестировать в рост (в том числе через сделки M&A) и сокращать долговую нагрузку. Решение вопроса с «пропиской» может послужить мощным фактором роста X5.

### «Магнит»

Второй по величине игрок в продуктовой рознице. В 2022 и 9 месяцев 2023 рост сопоставимых продаж «Магнита» в среднем был несколько ниже, чем у X5, зато компания показала более устойчивую динамику рентабельности. Завершение выкупа акций у нерезидентов открывает перед компанией возможности для корпоративных действий, которые ранее были ограничены, в том числе возможность выплачивать дивиденды.

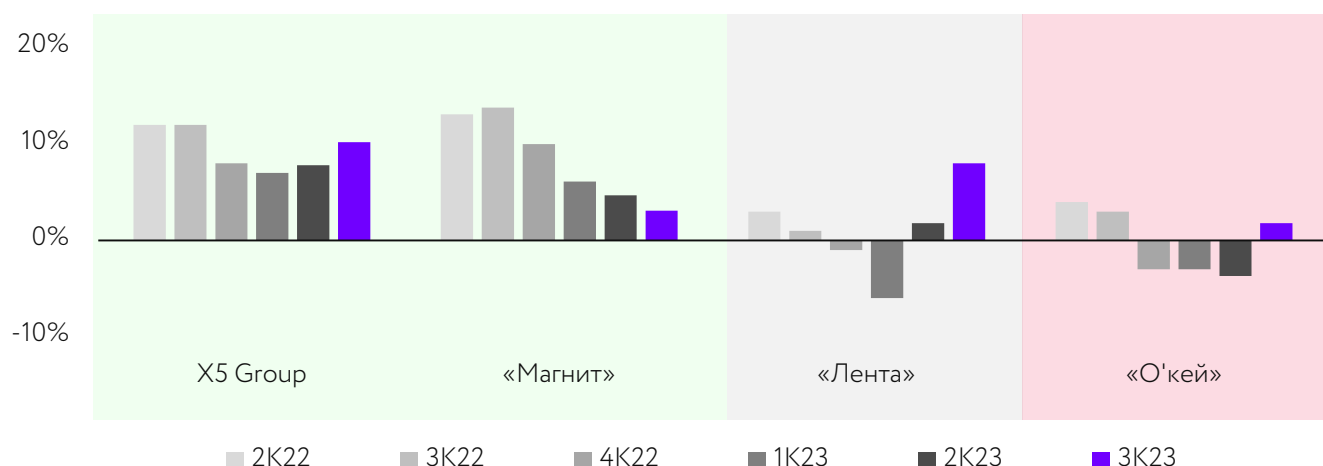
### «Лента»

На данный момент находится в процессе трансформации. Новая стратегия компании делает акцент на развитие небольших форматов и онлайн-продаж; тем не менее большую часть ее выручки по-прежнему генерируют гипермаркеты, которые демонстрируют сравнительно слабую динамику на фоне падения спроса на этот формат. На сегодняшний день результаты процесса трансформации неоднозначны, и мы занимаем осторожную позицию по компании.

### «О'кей»

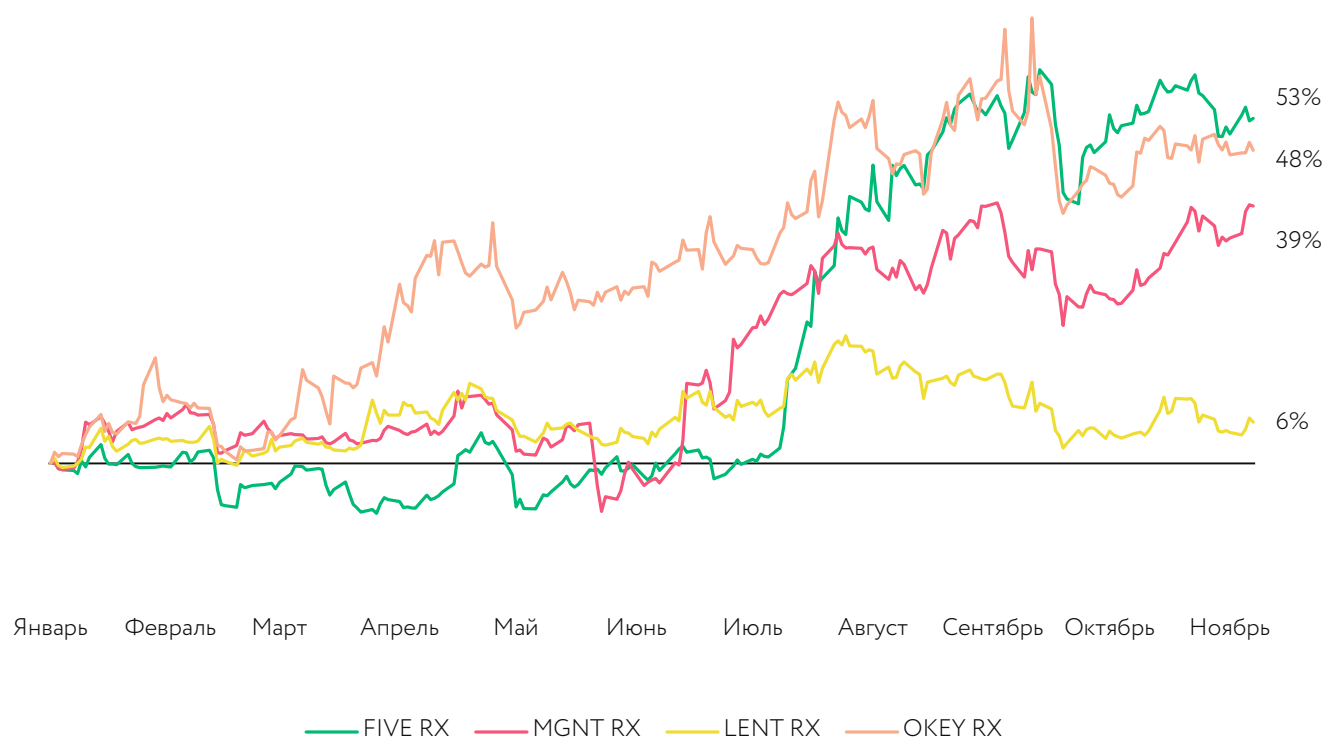
Традиционный для компании формат гипермаркетов, на который приходится более 70% продаж, находится под давлением (LfL-продажи за 9 месяцев 2023 г. сократились на 3.8% в годовом сравнении). Более сильную динамику показывает формат дискаунтеров «ДА!», однако ее сдерживает все более заметная конкуренция в сегменте. «О'кей» отличается высокой долговой нагрузкой (ЧД/EBITDA по МСФО 16 на уровне 4х, около 68 млрд руб. долга при капитализации 10 млрд руб.), что создает высокий риск для акционерной стоимости и повышает волатильность в акциях.

### Рост сопоставимых (LfL) продаж ритейлеров



Источник: Yahoo Finance, материалы «Магнита», X5 Group, «Ленты», «О'кей», расчеты АТОН.

## Динамика акций продуктовых ритейлеров с начала 2023 г.



## Сравнительная оценка операторов продуктовой розницы\*

Компания	Вал.	Цена	Кап-я \$ млн	P/E		EV/EBITDA		EV/продажи	
				2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П
X5 Group	RUB	2 277	6 685	8,4	7,5	3,8	3,4	0,41	0,36
Магнит	RUB	5 867	6 205	8,7	7,5	4,0	3,6	0,45	0,41
Лента	RUB	727	952	отриц.	н.д.	5,7	3,8	0,34	0,26
О'Кей	RUB	36	105	отриц.	отриц.	4,4	4,1	0,33	0,31
<b>Россия</b>				<b>8,5</b>	<b>7,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>0,38</b>	<b>0,34</b>
Shoprite	ZAR	24 650	7 846	21,7	20,1	10,0	8,9	0,85	0,76
Pick n pay stores	ZAR	2 528	671	10,4	78,5	5,4	6,9	0,33	0,31
Spar Group	ZAR	11 346	1 176	11,5	10,1	9,3	8,7	0,33	0,32
<b>ЮАР</b>				<b>11,5</b>	<b>20,1</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>0,33</b>	<b>0,32</b>
Migros Ticaret	TRY	367,8	2 339	14,4	9,8	6,1	3,6	0,42	0,26
Bim Birlesik Magazalar	TRY	306,0	6 527	16,5	9,6	9,8	5,8	0,73	0,44
Bizim Toptan Satis Magazalar	TRY	45,3	95	55,2	10,7	2,4	1,5	0,11	0,07
Eurocash	PLN	15,2	512	24,1	15,4	4,8	4,6	0,15	0,14
Jeronimo Martins	EUR	22,3	15 036	18,1	17,0	7,6	7,1	0,54	0,49
Savola	SAR	37,2	5 289	21,2	19,1	11,5	11,3	1,11	1,08
Abdullah al Othaim Markets	SAR	13,0	3 110	24,1	23,3	14,6	13,9	1,25	1,14
<b>MENA/Разв, Европа</b>				<b>21,2</b>	<b>15,4</b>	<b>7,6</b>	<b>5,8</b>	<b>0,54</b>	<b>0,44</b>
Ср all	THB	55,0	13 875	28,7	23,0	14,4	13,2	1,20	1,12
Puregold Price Club	PHP	28,0	1 443	8,6	7,8	5,0	4,6	0,49	0,44
Dfi Retail Group	USD	2,4	3 181	20,3	12,5	5,9	6,1	0,73	0,71
Sun Art Retail Group	HKD	1,6	1 930	98,3	47,5	0,7	0,8	0,04	0,04
President Chain Store	TWD	266,0	8 569	24,8	22,9	9,7	9,5	1,08	1,03
E-mart	KRW	79 800	1 697	41,9	10,2	8,7	7,8	0,48	0,46
<b>Разв, Азия без Китая</b>				<b>26,7</b>	<b>17,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>0,61</b>	<b>0,58</b>
Cencosud	CLP	1 485	4 759	8,4	7,8	6,4	6,1	0,65	0,62
Walmart de Mexico	MXN	65,6	64 907	21,7	19,4	11,9	10,9	1,30	1,20
Organizacion Soriana	MXN	30,4	3 135	11,5	10,7	6,1	5,9	0,45	0,43
<b>Разв, Америка</b>				<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>0,65</b>	<b>0,62</b>

\* По стандарту МСФО 16.

Источник: Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН.

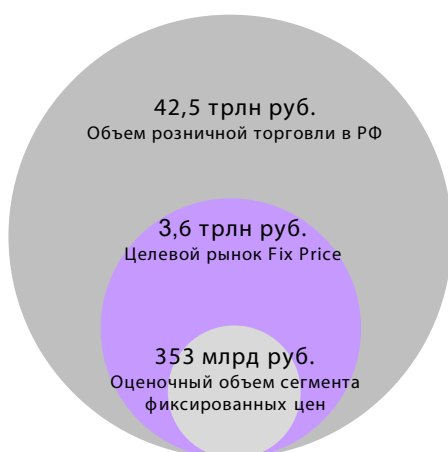
## Fix Price и Henderson

### Fix Price

Крупнейший игрок в сегменте универсальных магазинов в РФ с рыночной долей около 90%. Компания предлагает в основном непродовольственные товары (72% ассортимента) в нескольких ценовых категориях. Стоимость 75% товаров не превышает 99 рублей. Исторически компания демонстрировала высокие темпы роста (+21% по выручке, +23% по EBITDA в 2022 году) благодаря двузначным темпам расширения торговых площадей и эффективному управлению ассортиментом.

Однако в 2023 году у Fix Price сложилась устойчивая отрицательная динамика LfL-продаж, обусловленная слабым ростом среднего чека и снижением посещаемости. Продолжение спада может поставить под сомнение планы компании по расширению бизнеса, что может негативно отразиться на ее инвестиционном кейсе.

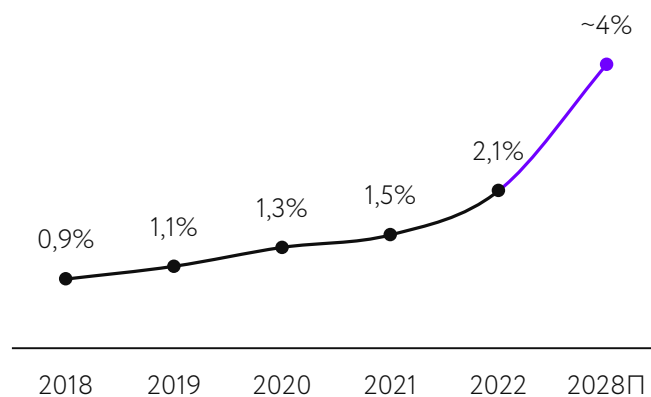
### Объем целевого рынка Fix Price



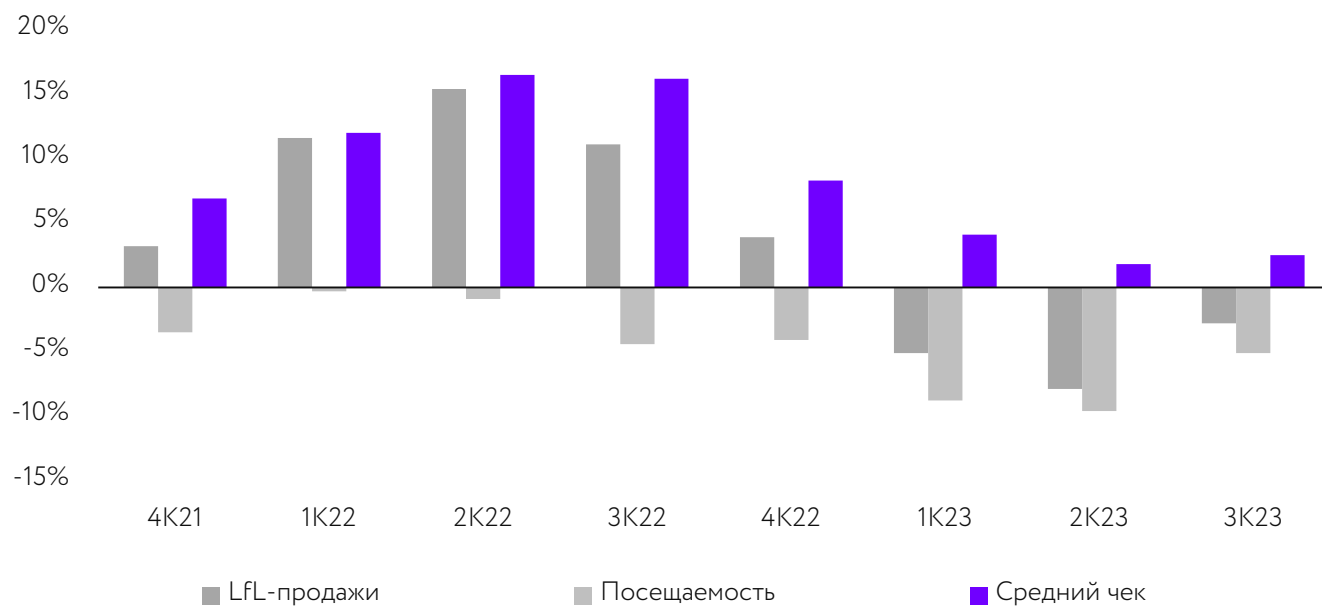
### Henderson

Крупнейший ритейлер мужской одежды в РФ, по данным INFOLine. Компания позиционирует себя в сегменте «доступный люкс». Отлаженная бизнес-модель и сильный бренд дают ей возможность демонстрировать достойные темпы прироста выручки (18% ежегодно в 2019-2022 гг.), высокую прибыльность (рентабельность EBITDA 39% в 2022 г.) и доходность на инвестированный капитал (ROIC 27% в 2022 г.). Рыночные позиции Henderson усиливаются на фоне ухода иностранных конкурентов, которые, по оценкам компании, ранее занимали долю чуть более 50% в ее сегменте.

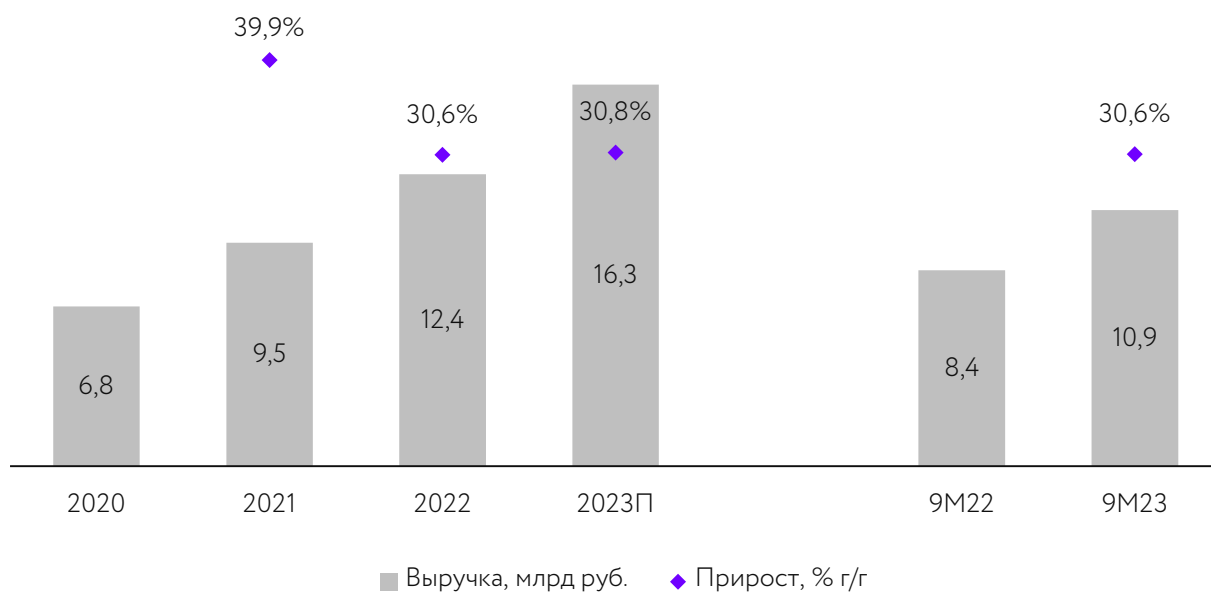
### Динамика доли Henderson на рынке мужской одежды, %



### Динамика сопоставимых продаж Fix Price, % г/г



### Динамика выручки Henderson



Источник: материалы Henderson, Fix Price, INFOLine, оценки АТОН.



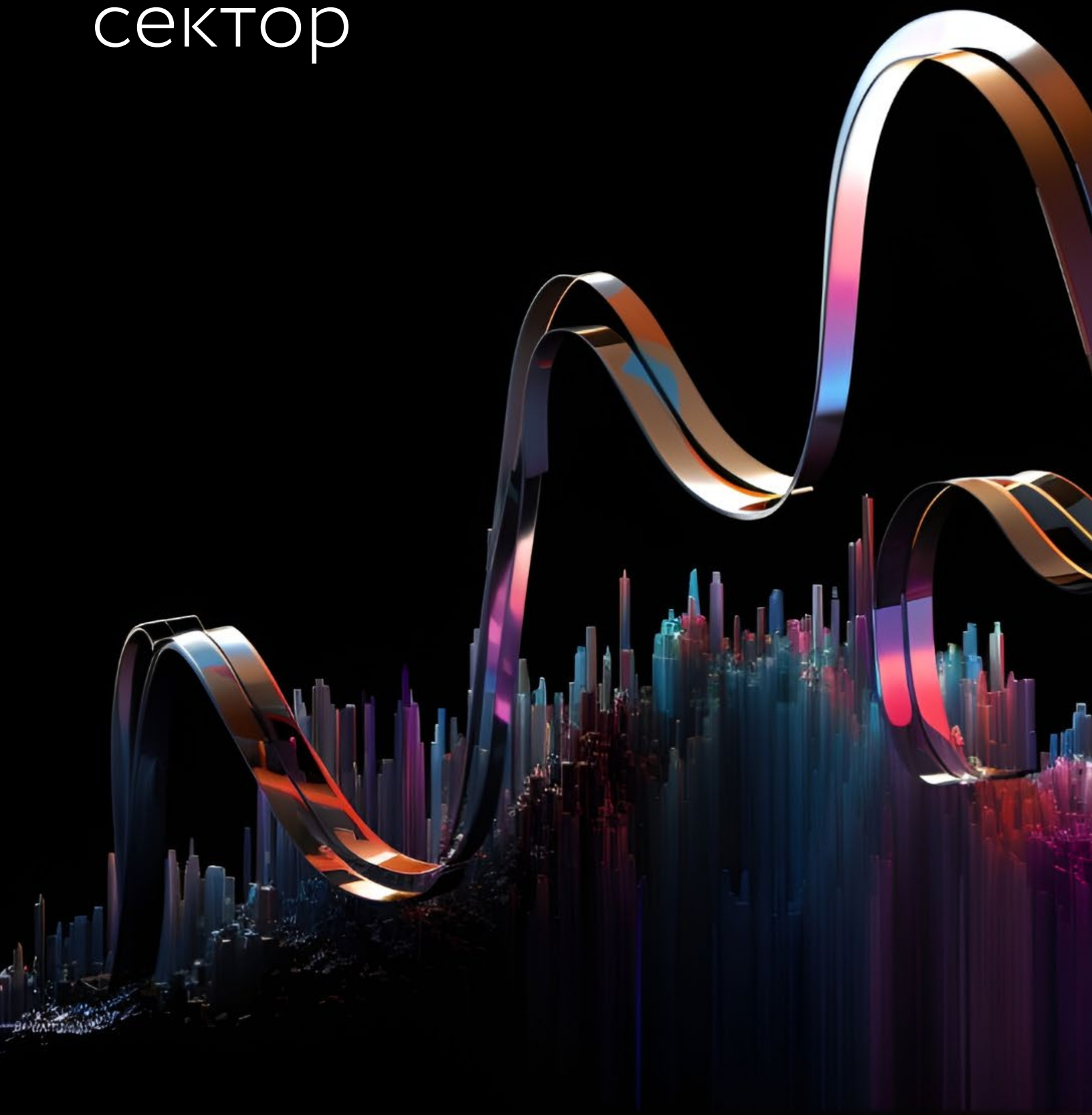
## Сравнительная оценка Fix Price и Henderson\*

Компания	Вал.	Цена	Кап-я \$ млн	P/E		EV/EBITDA		EV/продажи	
				2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	2024П
<b>Fix Price</b>	RUB	365	3 356	10,3	8,9	5,7	5,2	1,1	0,9
Dollar General	USD	119	25 953	11,1	15,9	10,8	13,4	1,2	1,1
Dollar Tree	USD	115	25 002	15,8	19,1	11,6	13,0	1,2	1,1
Five Below	USD	177	9 780	37,5	32,3	25,6	21,1	3,6	3,1
Ollie's Bargain Outlet	USD	79	4 778	49,0	28,5	30,1	19,2	2,7	2,4
Grocery Outlet	USD	27	2 670	25,3	23,3	15,6	14,5	1,0	0,9
Dollarama	USD	71	20 183	36,3	29,1	21,2	17,9	6,4	5,5
B&M European	GBp	521	6 411	14,4	13,9	9,0	8,4	1,5	1,3
Dino Polska	PLN	430	10 196	28,7	22,2	18,8	15,5	1,7	1,4
<b>Аналоги Fix Price</b>				<b>27,0</b>	<b>22,8</b>	<b>17,2</b>	<b>15,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
<b>Henderson</b>	RUB	669	292	14,8	8,4	5,4	4,5	2,1	1,7
Inditex	EUR	35	115 105	25,7	20,5	12,0	10,5	3,2	2,8
H&M	SEK	158	23 788	26,1	17,2	8,4	7,1	1,3	1,2
Ralph Lauren	USD	116	7 556	14,5	12,4	9,0	8,6	1,4	1,4
LPP	PLN	14 140	6 345	22,7	16,0	12,0	8,3	1,8	1,7
Next	GBp	7 416	11 603	13,3	13,3	10,2	9,7	2,2	2,1
Youngor	CNY	7	4 245	8,6	7,6	7,7	7,3	4,4	4,2
Hugo Boss	EUR	60	4 543	16,2	12,8	6,8	6,0	1,3	1,2
Woolworth	ZAr	6 989	3 719	16,7	15,3	8,0	8,5	1,0	1,1
<b>Аналоги Henderson</b>				<b>16,4</b>	<b>14,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>

\* По стандарту МСФО 16.

Источник: Yahoo Finance, данные компаний, оценки АТОН.

# Финансовый сектор



## Финансовый сектор: нейтральное влияние ставок

За последние десять лет ключевая ставка была двузначной только в периоды геополитических стрессов в 2014 г. (17% на пике) и в 2022 г. (20%), при этом ЦБ стремился вернуться к относительно мягкой ДКП как можно быстрее. Резкий рост ставки всегда сопровождался стрессом для банковского сектора: существенным ухудшением кредитных портфелей, созданием дополнительных резервов и падением прибыли. Однако текущая ситуация в экономике и банковском секторе иная. В октябре 2023 г. регулятор поднял ключевую ставку с 13% до 15% и намерен сохранять ее двузначной в течение длительного периода времени в рамках борьбы с инфляцией. Эта мера оказывает разностороннее влияние на банковский сектор и наши прогнозы его развития:

- Несмотря на высокий текущий уровень ключевой ставки, ее подъем был постепенным с 7,5% летом 2023, что позволяет банкам адаптироваться к сложившейся ситуации.
- Подъем ставки реализуется не в условиях стресса, а, напротив, в условиях быстрого роста и даже некоторого «перегрева» экономики. В частности, темпы роста кредитования в 2023 г. разошлись до 20-22%, а в ипотечном кредитовании — до 28%, что стало самым сильным приростом за последние 10 лет.
- Поддержание высокой ключевой ставки приведет к резкому торможению кредитования в 2024 г. По прогнозам ЦБ РФ, корпоративное и розничное кредитование в 2024 г. вырастет на 5–10% г/г. Здесь важно подчеркнуть, что сам рост сохранится, несмотря на замедление, что позитивно для сектора.
- В краткосрочной перспективе рост ключевой ставки может даже оказать положительное влияние на процентные доходы некоторых банков в связи с повышением их чистой процентной маржи (ЧПМ). Так как значительная часть портфеля корпоративных кредитов банков имеет плавающие ставки, рост ключевой ставки сразу приводит к их переоценке.

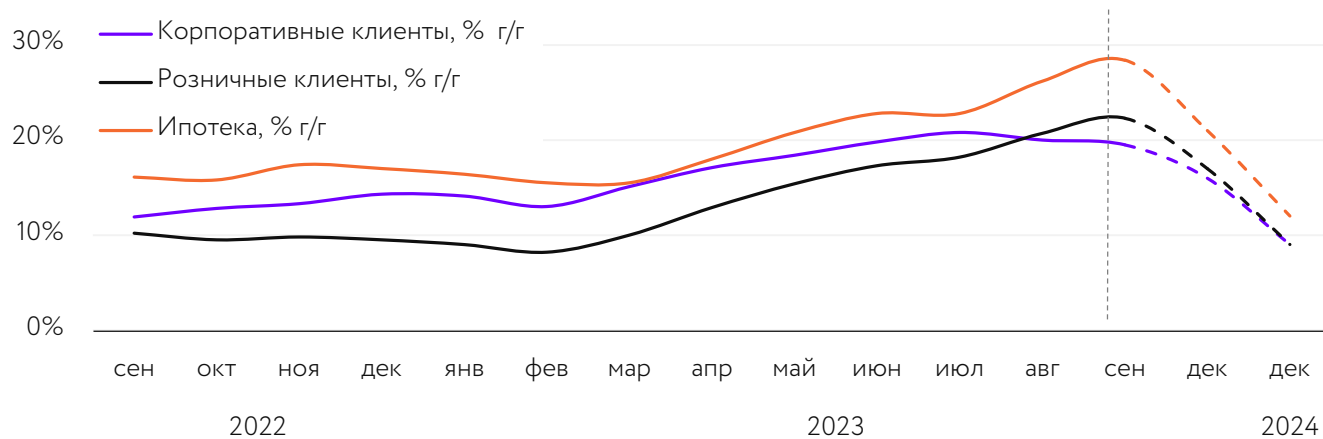
Разумеется, банки повышают ставки и по депозитам, но здесь политика зависит не только от уровня процентных ставок в экономике, но и от потребности в ликвидности самих банков и, как правило, реализуется с задержкой в 3–6 месяцев относительно пересмотра ставок по кредитам. Как результат, например, «Сбер» увеличил свою ЧПМ по результатам 3-го квартала 2023 г. относительно предыдущих кварталов.

- Повышение ставок по кредитным портфелям, как правило, сопровождается ухудшением кредитного качества заемщиков, что требует от банков создания дополнительных резервов. Это ключевой риск для сектора, на наш взгляд, который может привести к сокращению доходов некоторых банков в 2024 г. Однако мы не ждем сильного роста резервов. Банки уже создали масштабные резервы в 2022 г. и так их не распустили. Более того, в конце 2023 г. мы провели много обсуждений на тему качества кредитов и резервов с представителями крупнейших публичных банков («Сбер», ВТБ, TCS Group) и пока существенного ухудшения кредитного портфеля они не почувствовали, отметив хорошее качество заемщиков. Вместе с тем в своих финансовых прогнозах на 2024 г. мы моделируем умеренный рост объемов резервирования по сравнению с предыдущим периодом, что может сократить темпы роста операционной прибыли банков в этом году. Насколько наши предположения обоснованы, будет видно по финансовым результатам банков за 1–2 кварталы 2024 года.
- В целом, банковская система находится в хорошей форме. Банки хорошо капитализированы. После сильного падения доходов в 2022 г. совокупная чистая прибыль банков по итогам 2023 г., по прогнозам ЦБ, составит около 3 трлн руб. и станет рекордной. Важно, что регулятор оперирует не только ключевой ставкой, но и использует различные макропруденциальные меры для охлаждения кредитования, например, повышает нормативы по отдельным видам кредитов (ипотека).

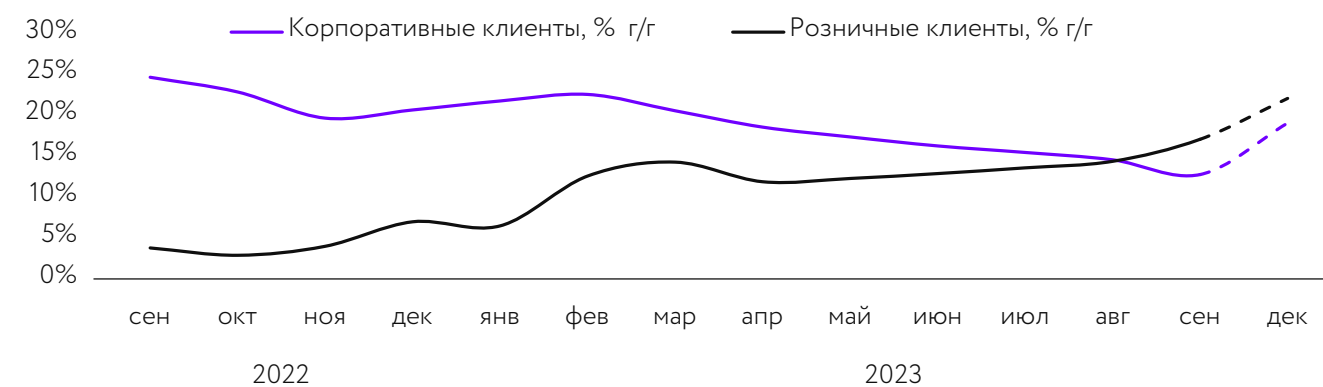
## Финансовый сектор в графиках

По прогнозам ЦБ, в 2024 г. рост кредитования продолжится, но более медленными темпами

Ежемесячная динамика выдачи кредитов

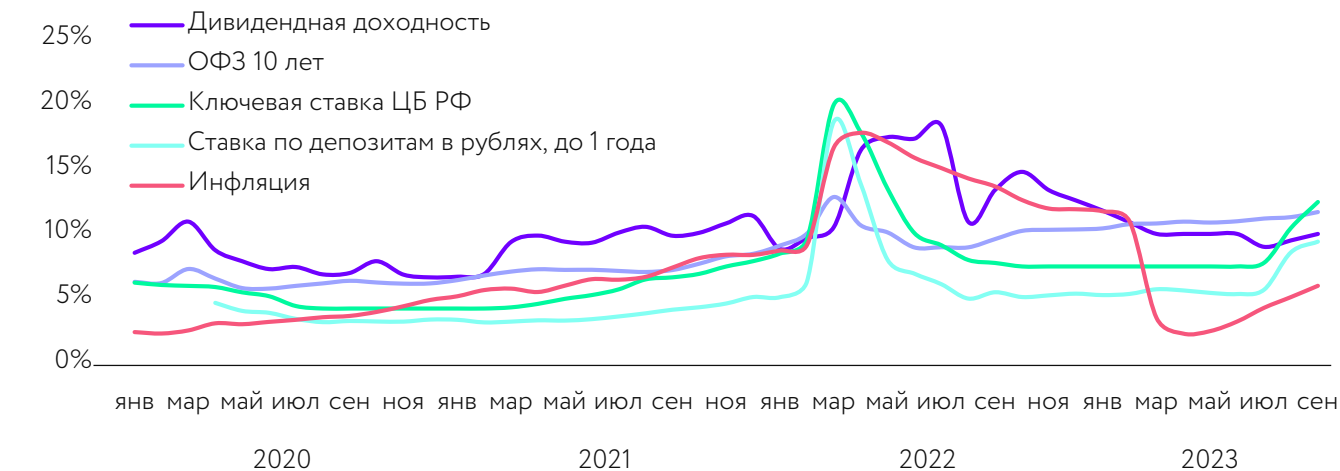


Ежемесячная динамика привлечение депозитов



По прогнозам ЦБ РФ, инфляция за 2023 г. может превысить 6–7%, что приведет к дальнейшему ужесточению ДКП

Сравнение показателей доходности в России, %

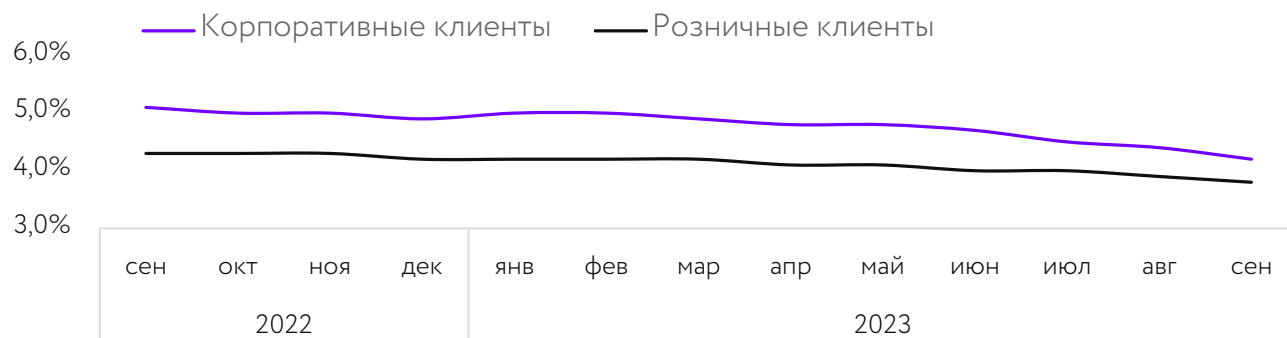


Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН.

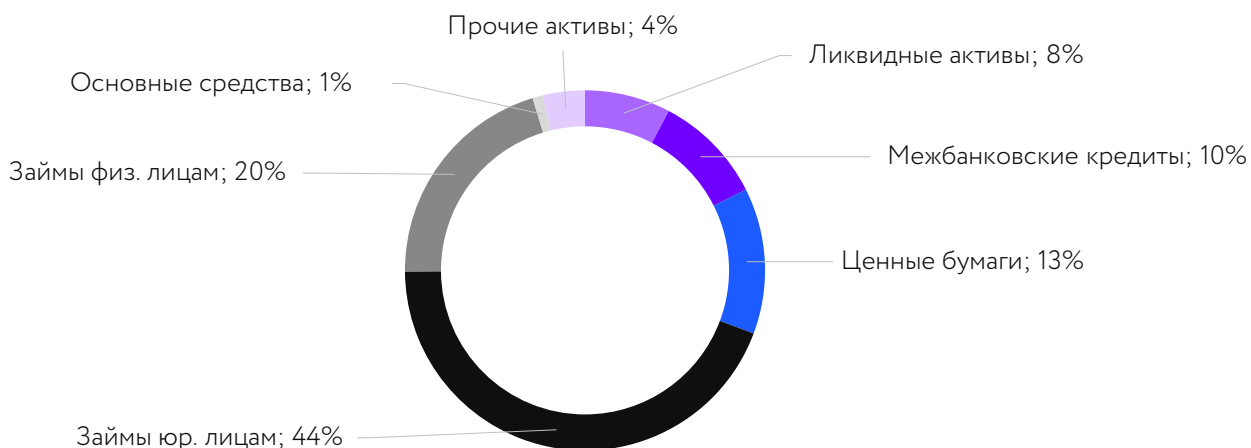
## Финансовый сектор в графиках

Качество заемщиков остается высоким, поэтому мы ждем умеренного роста резервов в 2024 г. на фоне роста ключевой ставки

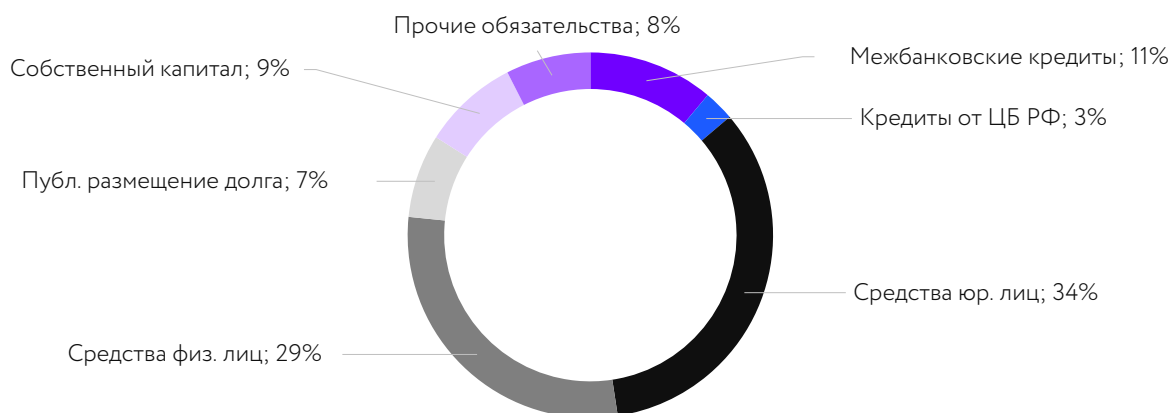
Просроченная задолженность, % от портфеля



### Структура активов банков, 2023



### Структура обязательств банков, 2023



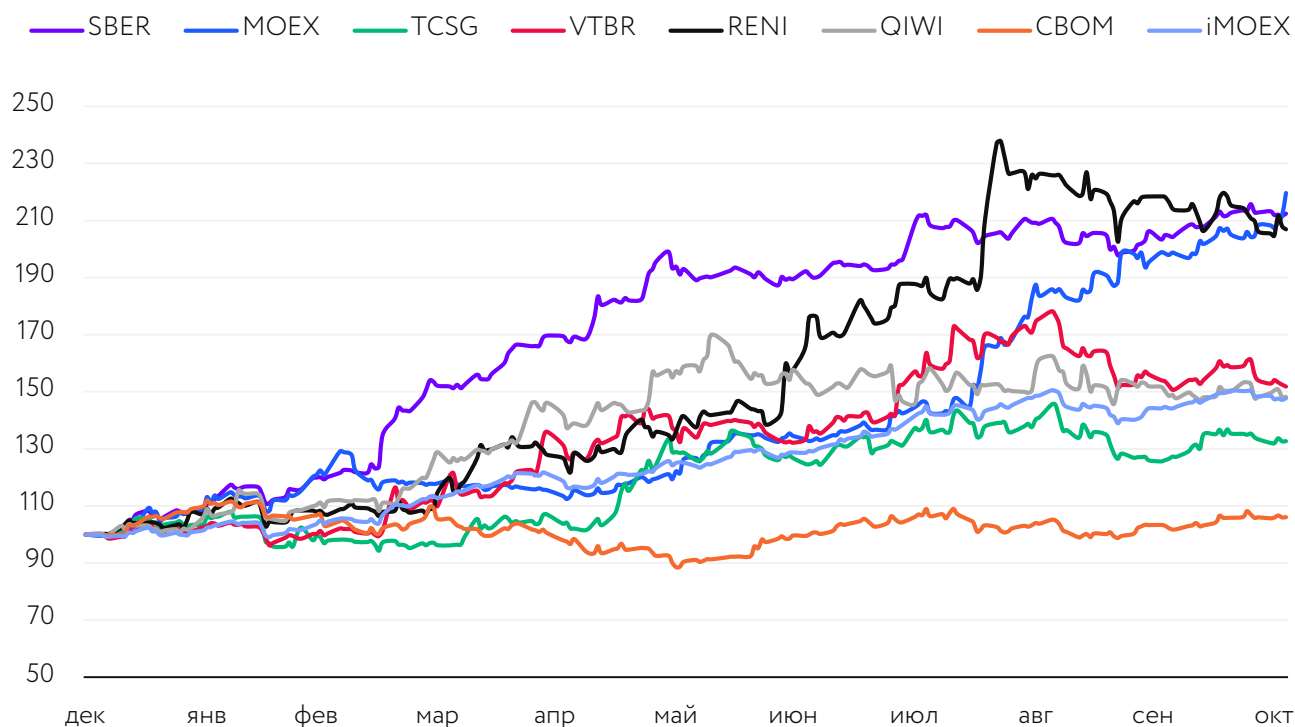
Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН.

## Взгляд на акции сектора

Наш взгляд на публичные компании сектора в целом положительный. Такие компании, как «Сбер», TCS Group, Московская биржа, входят в список наших фаворитов на 2024 г. Акции «второго эшелона» — Ренессанс страхование и Qiwi — тоже оцениваются инвесторами относительно дешево и имеют хороший потенциал для роста. Ключевые факторы инвестиционной привлекательности компаний

сектора заключаются в том, что они выигрывают от общего роста российской экономики, являются «защитными» в случае ускорения инфляции, поскольку их продуктом по сути являются «деньги» в широком понимании, акции оцениваются достаточно дешево по мультипликаторам, большинство компаний планирует увеличить свою прибыль и платить дивиденды.

### Динамика акций



Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН.

## Сравнительная оценка финансовых организаций

Банки	Тикер	Кап-я, \$ млн	P/BV		P/E	
			23П	24П	23П	24П
<b>Россия</b>						
Сбер	SBER RX	63 007	0,9	0,8	4,1	3,8
ВТБ	VTBR RX	7 264	0,6	0,5	1,8	2,1
TCS Group	TCSG RX	7 408	2,5	1,9	9,8	7,5
МКБ	CBOM RX	2 613	0,7	0,7	4,1	4,3
<b>Медиана</b>			<b>0,73</b>	<b>0,66</b>	<b>14,22</b>	<b>6,18</b>
<b>Турция</b>						
<b>Медиана</b>			<b>0,76</b>	<b>0,60</b>	<b>2,39</b>	<b>2,55</b>
<b>Восточная Европа</b>						
<b>Медиана</b>			<b>1,22</b>	<b>1,14</b>	<b>5,32</b>	<b>6,93</b>
<b>Прочие развивающиеся рынки</b>						
<b>Медиана</b>			<b>0,88</b>	<b>0,82</b>	<b>6,40</b>	<b>5,78</b>
<b>Латинская Америка</b>						
<b>Медиана</b>			<b>1,28</b>	<b>1,17</b>	<b>8,30</b>	<b>6,99</b>
<b>Китай</b>						
<b>Медиана</b>			<b>0,35</b>	<b>0,33</b>	<b>3,59</b>	<b>3,46</b>
<b>Западная Европа</b>						
<b>Медиана</b>			<b>0,71</b>	<b>0,65</b>	<b>6,18</b>	<b>5,97</b>
<b>Прочие российские финансовые организации</b>			<b>EV/EBITDA</b>		<b>P/E</b>	
Мосбиржа	MOEX RX	4 980	4,4	3,8	8,1	7,0
Qіwі	QIWI RX	423	1,2	1,1	2,2	2,0
Ренессанс Страхование	RENI RX	579	1,2	1,0	4,4	3,8

## Фавориты сектора

### «Сбер»

Инвестиции в акции «Сбера» — это в первую очередь ставка на дальнейшее развитие российской экономики, рост кредитования и развитие экосистемы. Акции банка по-прежнему оцениваются относительно дешево по мультипликаторам. В частности, по мультипликатору P/E 2024П банк оценивается в 3,8х, а по P/BV — 0,8х, что на ~25-30% ниже исторических значений. При этом основные финансовые показатели «Сбера» по-прежнему одни из лучших в секторе. Возврат на капитал (ROE) банка стабильно превышает 20%, а чистая прибыль в 2024 г., по нашим прогнозам, будет рекордной и превысит 1,5 трлн рублей. Дивидендная политика остается последовательной — на дивиденды направляется не менее 50% чистой прибыли, что дает около 32 рублей на акцию по итогам 2023 г. (выплаты ожидаются летом 2024). Впрочем, мы не исключаем и более высокого дивиденда, учитывая хорошую достаточность капитала «Сбера».

### TCS Group

Тинькофф Банк занимает второе место в стране по числу розничных клиентов. Их количество за последних два года (22/23) более чем удвоилось до приблизительно 35 млн человек. Бизнес-модель банка устойчива, доходы диверсифицированы и быстро увеличиваются. Мы прогнозируем рост чистой прибыли банка на уровне 25-30% в год на горизонте до 2026 г. Публичная головная структура банка TCS Group зарегистрирована на Кипре, но банк рассматривает различные возможности редомициляции, которая может состояться в следующем году. Это позволит компании возобновить выплаты дивидендов. Наша индикативная оценка акций банка составляет 4 000–5 000 рублей и базируется на целевом значении мультипликатора 2024 P/E 9–11х, что близко к его средним историческим значениям.

### Мосбиржа

Московская биржа играет стратегически важную роль в развитии финансовой инфраструктуры страны и является бенефициаром нескольких трендов. Во-первых, высокие процентные ставки ведут к росту ее процентных доходов, которые биржа зарабатывает на клиентских остатках. Во-вторых, объемы торгов на бирже значительно увеличиваются на фоне прихода на рынок новых инвесторов. В-третьих, все больше корпораций размещают на бирже свои акции и облигации. Как результат, мы прогнозируем рекордные показатели биржи по чистой прибыли в 2023 и 2024 г. В частности, по итогам 2023 г. она может вырасти почти на 60% г/г до 57 млрд руб., а в 2024 г. — еще на 15% до 65 млрд руб. В конце 2023 г. Мосбиржа обновила свою дивидендную политику, которая предполагает дивидендные выплаты в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО. И хотя текущая дивидендная доходность, по нашим оценкам, обещает быть невысокой (в пределах 6–8%) — это дополнительный «бонус» для инвесторов. Негативным событием в будущем для Мосбиржи станет обратный тренд — процесс снижения ключевой ставки, что может привести к сокращению ее доходов в последующие годы. Исторически акции Мосбиржи оценивались рынком на уровне 11,0-13,0х по мультипликатору P/E, что в 2 раза ниже международных аналогов. При этом по текущей цене акции Мосбиржи (200 руб.) оцениваются по мультипликатору P/E 2023/24 на уровне 8,0х/7,0х. Возврат мультипликаторов компании к своим историческим средним значениям предполагает рост цены к уровням выше 300 рублей за акцию. По этой причине акции Мосбиржи — одни из наших фаворитов в секторе.



## Инвестиционный взгляд на прочие компании сектора

### ВТБ

Наш инвестиционный взгляд на акции ВТБ негативный. В 2024 г. мы прогнозируем сокращение чистой прибыли банка на 15% г/г до 350 млрд рублей на фоне снижения валютных доходов и увеличения объемов резервирования. Банк по-прежнему испытывает давление на свои нормативы по достаточности капитала. В частности, на 01.10.2023 г. норматив Н1.0 составляет 9,2% при минимальном значении в 8,0% и 10,9% на начало 2023 года. В этой ситуации банк пока не может платить дивиденды и не ясно, когда они будут возобновлены. С точки зрения рыночной оценки, акции банка оцениваются на уровне 0,63x по мультипликатору 2024П P/BV (за минусом капитала привилегированных акций и нематериальных активов банка). При этом ожидаемый возврат на капитал (ROE) ВТБ составляет около 15%, что существенно ниже текущей стоимости капитала (~20%+). Таким образом, рыночная оценка акций ниже стоимости собственного капитала является оправданной. Если использовать показатель 2024П P/E с учетом как обыкновенных, так и привилегированных акций, то он составляет около 4,0x, что сопоставимо с показателем «Сбера», у которого основные финансовые метрики лучше. Таким образом, мы считаем, что обыкновенные акции ВТБ оцениваются в целом справедливо. Наш индикативный диапазон справедливой цены акций банка составляет 0,025–0,030 рублей.

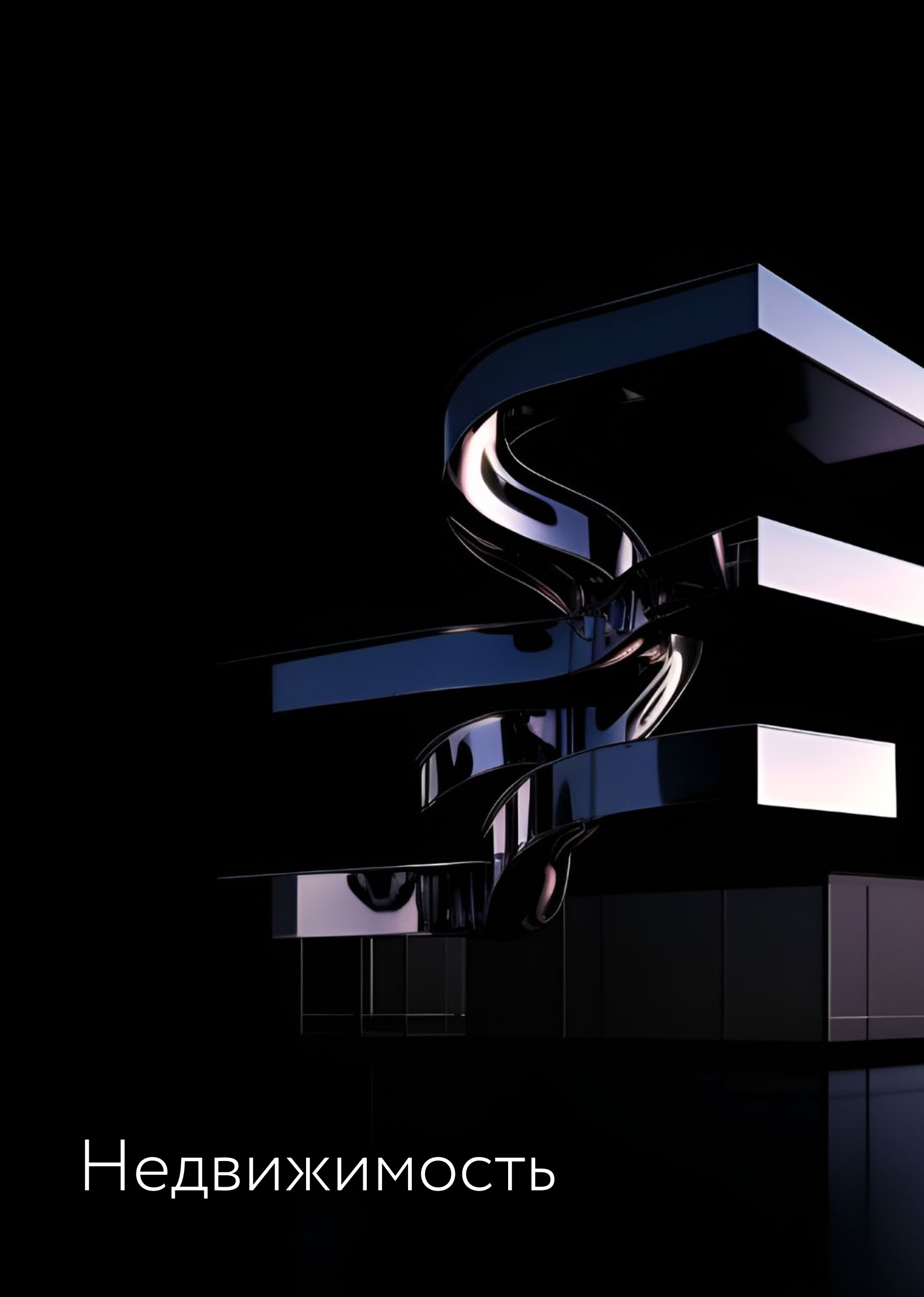
### «Ренессанс Страхование»

«Ренессанс Страхование» — единственная публичная страховая компания на российском рынке. В 2023 г. ее акции выросли на 92%, став одними из лучших в секторе, благодаря хорошим финансовым показателям и возобновлению выплаты дивидендов. Вместе с тем, акции компании пока стоят ниже цены первичного размещения (IPO), которое компания провела в октябре 2021 г. по 120 рублей. Инвестиции в акции компании — это ставка на развитие внутреннего рынка страхования, который заметно менее развит по сравнению с рынками страхования в других развивающихся странах.

При этом принято считать, что рынок страхования менее цикличен, чем банковский, а возврат на капитал в страховании выше, чем в банковском секторе. По этой причине акции страховых компаний оцениваются в мире в целом с премией к акциям банков. Вместе с тем страховой бизнес сложнее банковского по своей сути и не всегда понятен частным инвесторам с точки зрения прогнозирования и оценки доходов. Возможно именно поэтому акции «Ренессанс Страхования» оцениваются рынком относительно недорого. В частности, по нашим оценкам, компания торгуется по 2024П P/E 3,1x и P/BV – 0,9x. Мы считаем акции компании интересными для долгосрочного инвестирования.

### QIWI

Как платежная система, которая обеспечивает транзакционные финансовые операции, в 2022-23 Qiwi стала одним из бенефициаров ухода международных карточных систем. Ее финансовые результаты значительно выросли. Компания существенно нарастила финансовую подушку, размер которой, по нашим приблизительным оценкам, составляет 10–20 млрд рублей. Вместе с тем у Qiwi сложная корпоративная структура. Юридически компания зарегистрирована на Кипре, имеет листинг на NASDAQ (пока приостановлен), значительная часть активов сконцентрирована в России, будучи международной платежной системой Qiwi имеет подразделения и в других странах. Простая редомициляция в Россию всех активов, по всей видимости, не решит всех операционных задач компании, а потому Qiwi рассматривает модель разделения активов на российские и международные. Механизм этого разделения пока не ясен, компания планирует его объявить в 2024 г. Вероятно, он позволит возобновить листинг на NASDAQ. До тех пор компания продолжает успешно работать. По итогам 1-го полугодия 2023 г. рентабельность компании по EBITDA составляет 53,7%, а чистая рентабельность — 53%, что делает бизнес-кейс компании очень интересным для инвесторов.



Недвижимость

## Недвижимость: королевство кривых зеркал

В секторе жилой недвижимости сложилась необычная ситуация. С одной стороны, рост процентных ставок уже привел к тому, что стоимость обычной ипотеки превысила 15%, что теоретически должно спровоцировать значительное падение спроса на недвижимость. Однако пока рост ставок затрагивает, главным образом, вторичный рынок жилья, где цены уже начали снижаться на фоне падения спроса. Вместе с тем многочисленные субсидируемые государством программы предлагают ипотеку на первичном рынке под 2-8% годовых. Эта ситуация создает много искажений. Во-первых, люди предпочитают не тратить собственные накопления, а инвестировать их, например, в ОФЗ под ~12% и привлечь ипотечный кредит под более низкую ставку. Во-вторых, те кто не могут взять ипотеку на покупку недвижимости на вторичном рынке, берут ее на первичном. В-третьих, россияне стремятся скорее взять субсидируемую ипотеку, пока она действует официально до июня 2024 года. Как результат, это сильно деформирует сектор недвижимости. Спрос на рынке первичной недвижимости растет все сильнее вместе с ценами на жилье. ЦБ и правительство осознают проблему и ищут решение, чтобы охладить рынок, однако как будет выглядеть сектор после завершения действия субсидируемых программ, пока не ясно. Полная отмена субсидируемых ставок нам кажется маловероятной, так как это приведет к обрушению спроса и кризису в секторе, который имеет очень важный мультипликативный эффект на всю экономику. Более вероятным нам представляется сценарий ужесточения условий выдачи субсидированной ипотеки: умеренное повышение ставок (при

этом они все равно останутся ниже обычных ставок), увеличение минимального первоначального взноса, ужесточение банковского регулирования ипотечного кредитования. Цель – охладить рынок первичной недвижимости, но не допустить при этом его существенного спада, что является нетривиальной задачей.

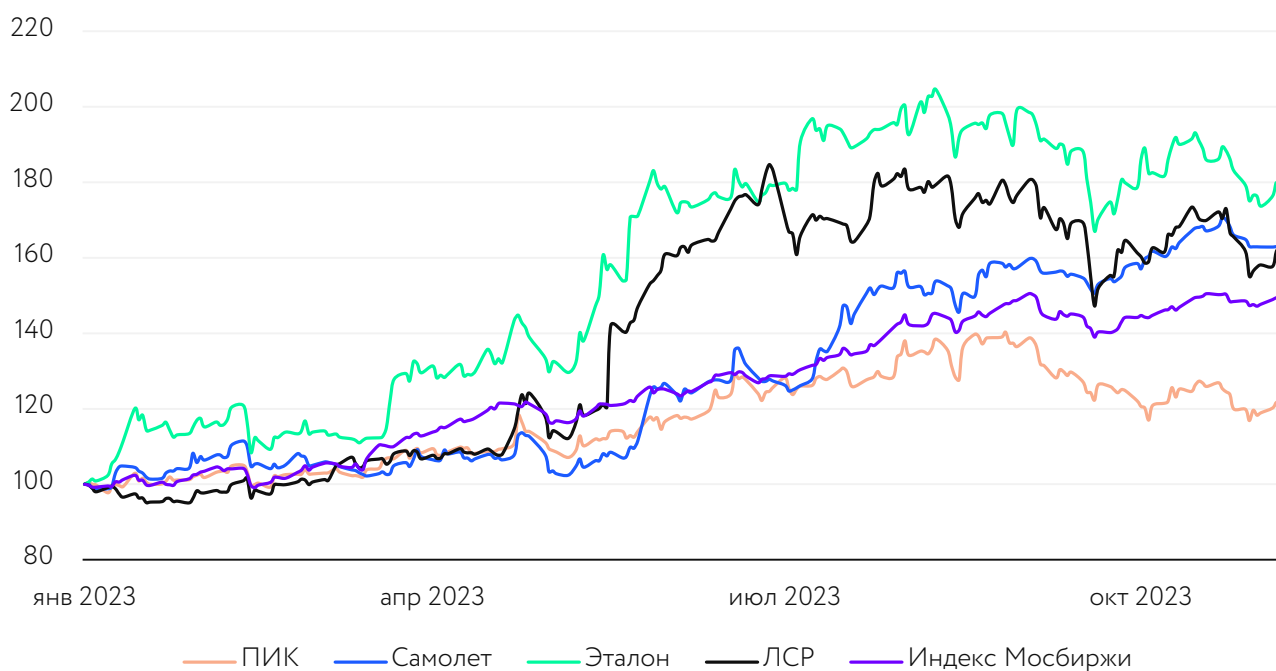
Публичные девелоперы демонстрируют хорошие операционные и финансовые результаты. Спрос на квартиры высокий, фондирование строительства идет через банковские счета «эскроу», ставки по которым существенно ниже общерыночных. После рекордного объема продаж в 2023 г. мы моделируем в целом стабилизацию продаж в 2024 г. в России. При этом некоторые публичные девелоперы будут расти быстрее рынка, в частности, «Самолет» – один из самых быстро растущих российских девелоперов – и «Эталон», который активно развивает бизнес не только в столицах, но и в регионах. С точки зрения динамики акций, в 2023 г. компании сектора росли в целом быстрее индекса Мосбиржи на фоне сильного спроса и повышения цен. Прогнозы на 2024 г. пока давать сложно, так как перспективы сектора будут зависеть от новых форм субсидирования ипотеки. Мы думаем, что публичное обсуждение новых форм субсидий начнется в 1-м квартале 2024 года. Их условия определяют дальнейшие перспективы акций девелоперов. В настоящий момент мы придерживаемся нейтрального взгляда на сектор.

## Оценка публичных девелоперов

По нашим оценкам, акции российских девелоперов оцениваются на уровне 3,6x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П, что относительно недорого. Среди публичных компаний нам нравится инвестиционный кейс «Самолета». Компания быстро наращивает объемы продаж, активно выходит в регионы, участвует в сделках M&A и изучает новые сегменты рынка недвижимости, в том числе перспективный с нашей точки зрения рынок ИЖС. По нашим оценкам, акции компании торгуются на уровне 4,0x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П.

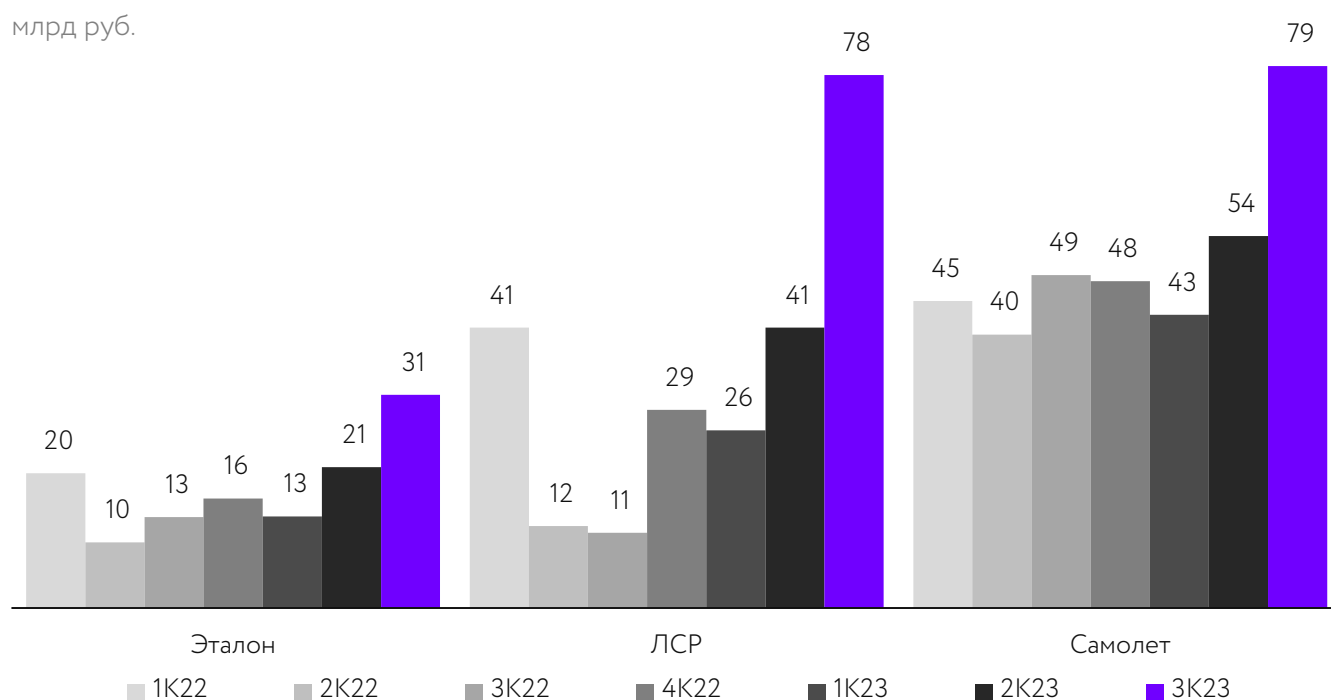
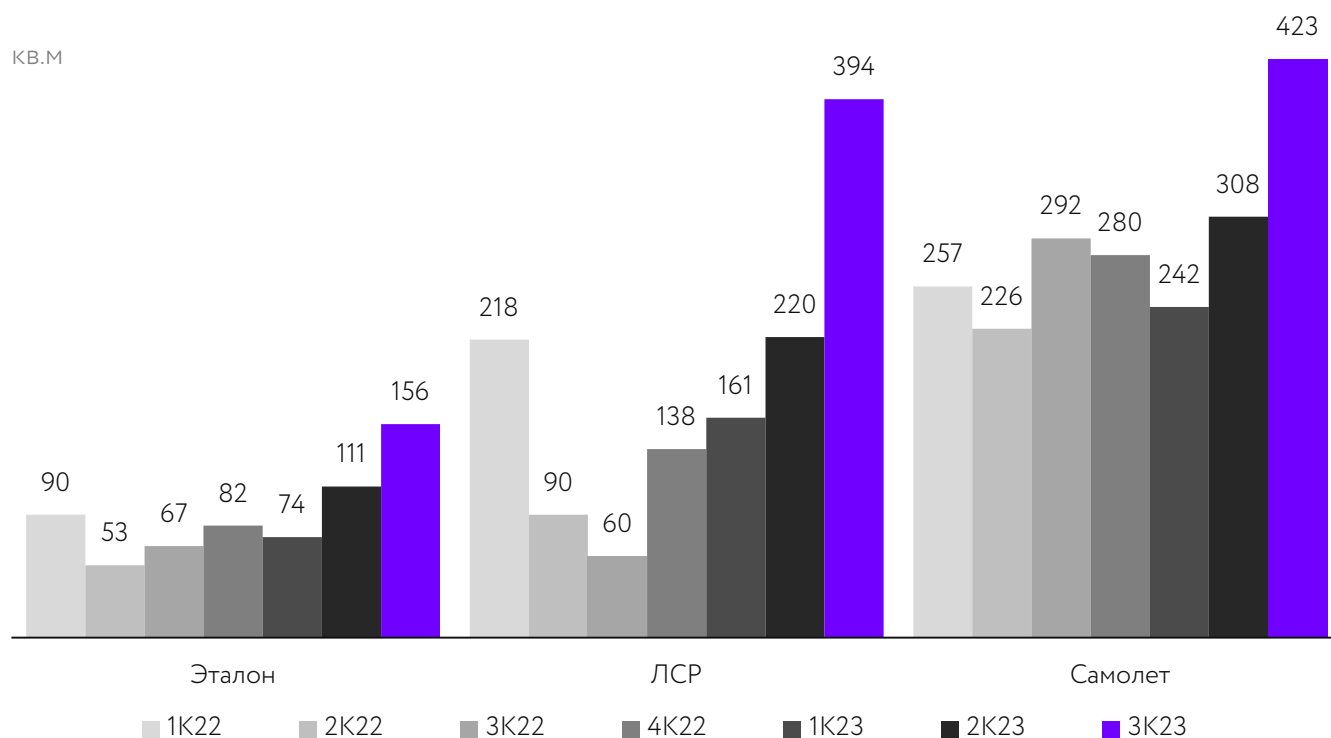
Нам также по-прежнему нравятся акции ГК ПИК, однако они пока отстают по динамике от других девелоперов на фоне изменения структуры акционеров и отсутствия раскрытия операционных результатов. Самые недооцененные акции «Эталона» оцениваются нами на уровне 2.1x по мультипликатору EV/EBITDA 2024П. Мы ожидаем, что в течение 2024 г. компания сменит юрисдикцию с Кипра на Россию и сможет выплачивать дивиденды. Это может стать важным драйвером роста акций компании.

### Динамика акций российских публичных девелоперов



## Динамика продаж публичных девелоперов

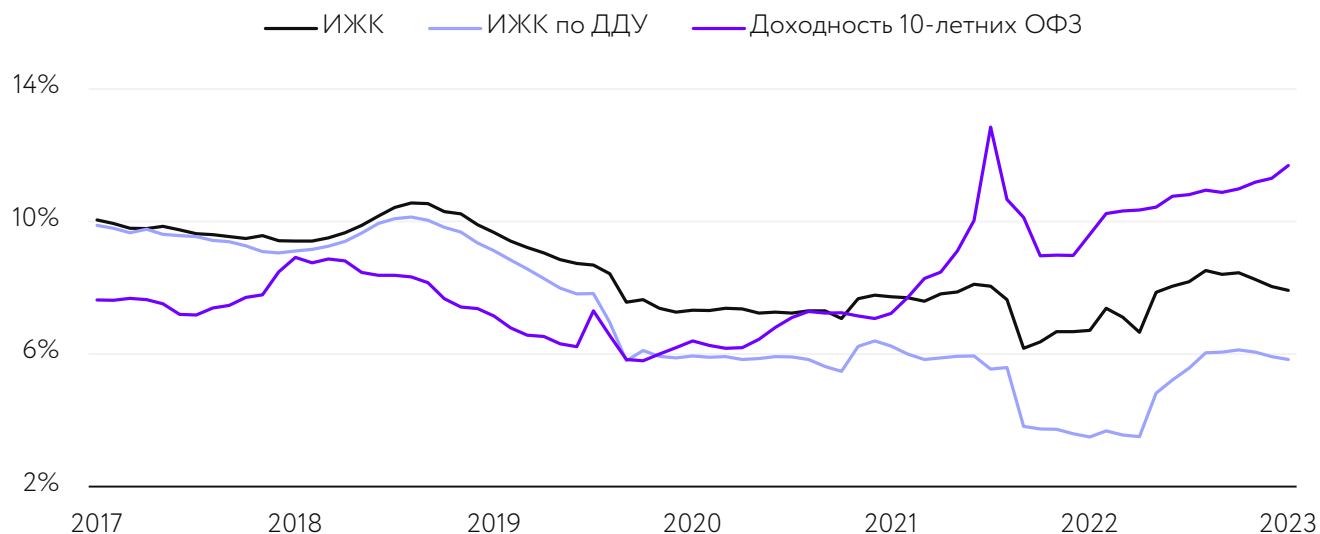
Третий квартал оказался рекордным для многих застройщиков на фоне ажиотажного спроса на ипотеку из-за ожиданий повышения процентных ставок и ужесточения условий выдачи кредитов



Источник: данные компаний, расчеты АТОН.

## Динамика показателей ипотечного кредитования

Динамика ставок по ипотечно-жилищному кредитованию (ИЖК)



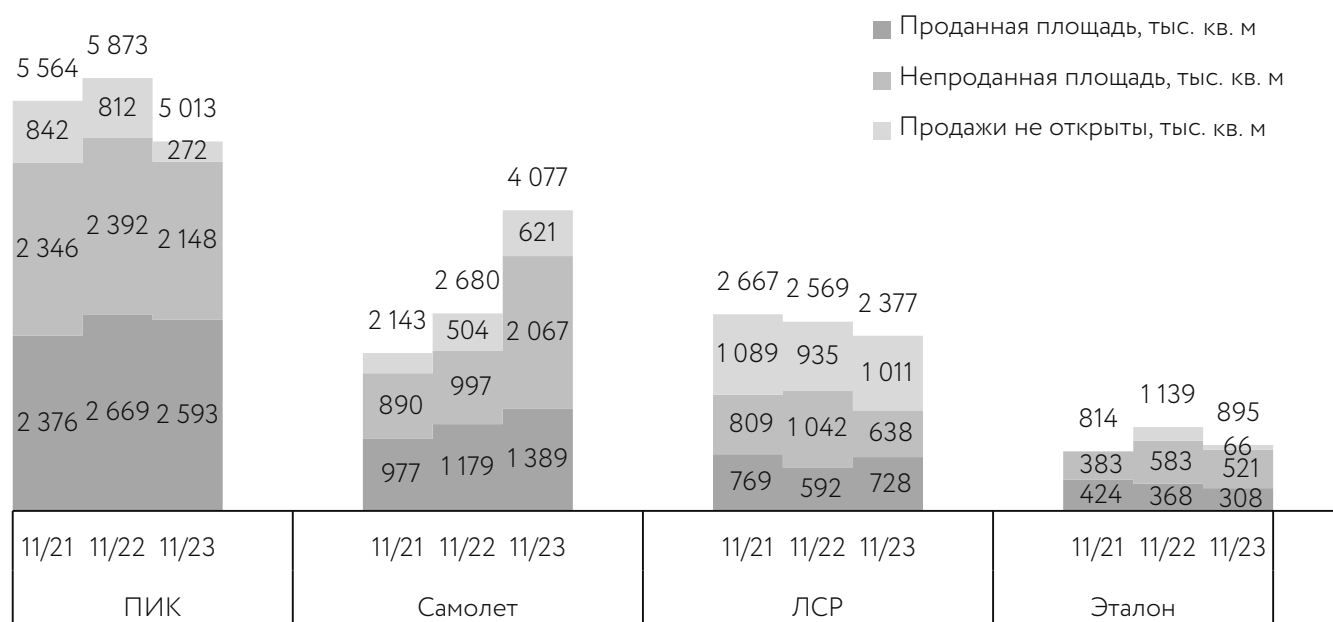
Динамика объема ИЖК в рублях, млрд руб.



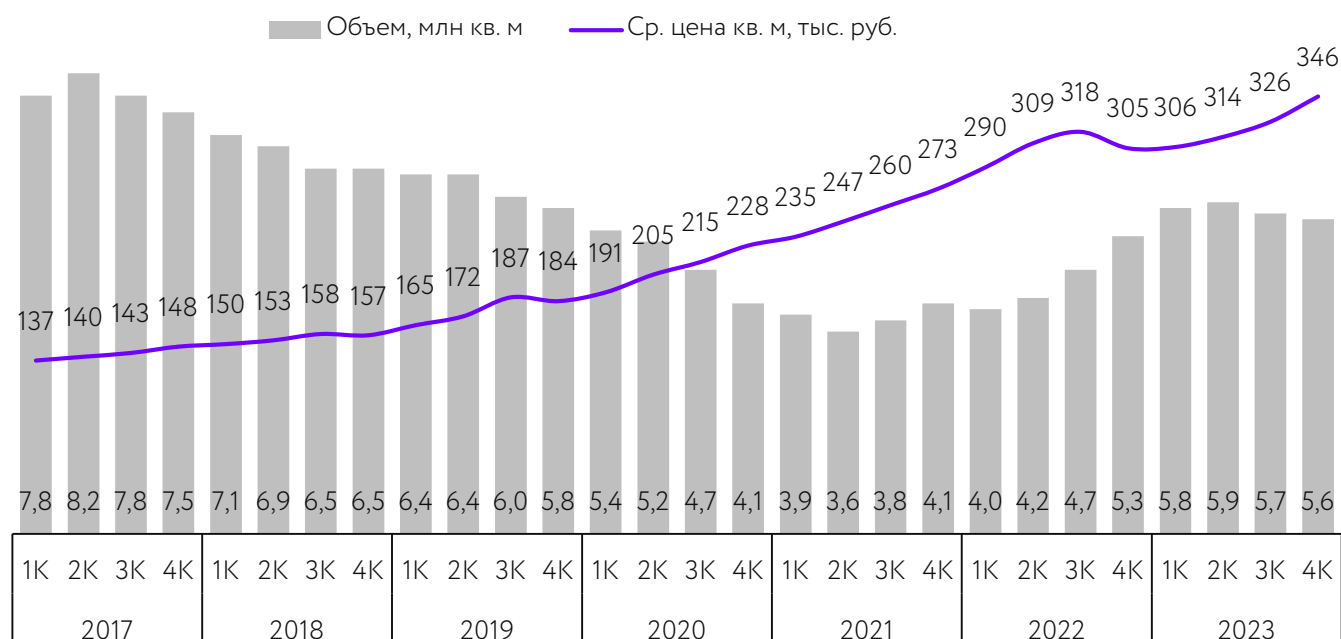
Источник: ЦБ РФ, прогнозы АТОН.

## Динамика объемов строительства публичных девелоперов

Среди прочих факторов, стоимость первичной недвижимости также поддерживается снижением предложения со стороны застройщиков, из-за чего мы не видим оснований для ее снижения в ближайшем будущем.



## Динамика объема экспонирования, ММА\*



Источник: «Самолет», Дом.РФ.

\* Регион Москвы и Московской области.



Транспорт



## Транспортный сектор: различные тренды

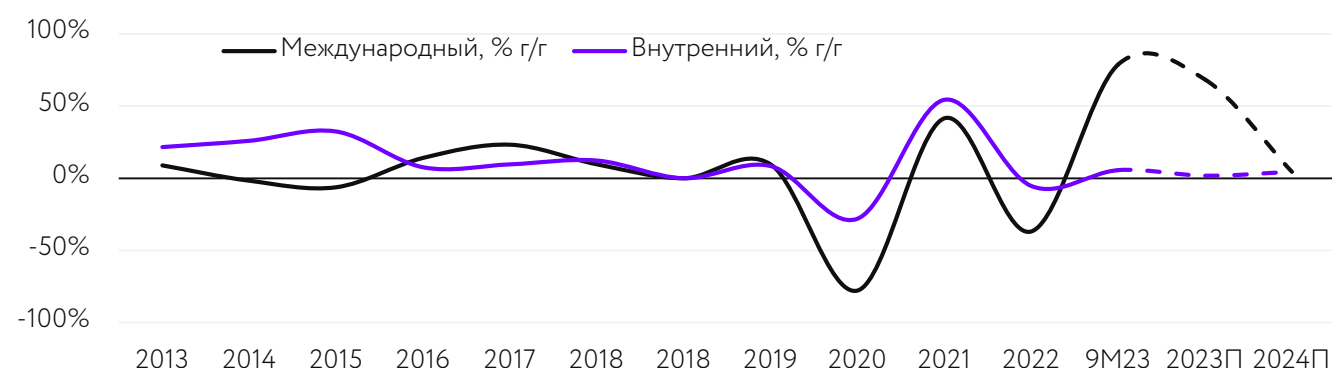
Геополитика и «поворот на Восток» сделали транспорт самой быстрорастущей отраслью 2023 г.: секторальный индекс с начала года прибавил более 130%. Мы традиционно делим транспорт на пассажирскую авиацию («Аэрофлот»), порты (Globalports, ДВМП), железнодорожные (Globaltrans) и морские перевозки («Совкомфлот», ДВМП).

**Авиаперевозки.** Согласно данным Росавиации, за 8 месяцев 2023 российские авиалинии перевезли 70,8 млн пассажиров (+13% год к году), что сопоставимо с уровнем 2021 г. (71,2 млн пассажиров) и на 22% уступает «доковидному» 2019 г. Из-за санкций доля международных перевозок снизилась с 40% до 20%, или 14,6 млн человек. Однако авиакомпании продолжают «дебермудизацию» парка и согласовывают новые направления полетов. Мы прогнозируем постепенное восстановление доли международного сегмента до 25% от общего пассажиропотока к 2030 г. Пассажиропоток на внутренних направлениях прибавил 9% г/г, в том числе благодаря субсидиям со стороны государства, которые фактически за 8 месяцев 2023 составили 63,8 млрд руб. На будущие периоды в бюджет заложено постепенное сокращение господдержки (до 30,2 млрд руб. в 2026 г.), что приведет к сокращению спроса на ВВЛ из-за роста стоимости билетов. Загрузка самолетов остается высокой, что положительно влияет на маржинальность авиаперевозчиков. За 8 месяцев 2023 она составила 87,6% против 84,2% и 81,6% в 2022 г. и 2021 г.

соответственно. Дальнейшее развитие сектора тесно связано с поставками отечественных самолетов, в частности, MC-21 и SSJ-NEW. Доля отечественно-согласно Программе развития авиатранспортной отрасли авиапарка, вырастет до более чем 80% к 2030 г. с текущих 35%. Тем не менее мы придерживаемся нейтрального взгляда на сегмент из-за медленного восстановления спроса и неопределенности в отечественном производстве самолетов.

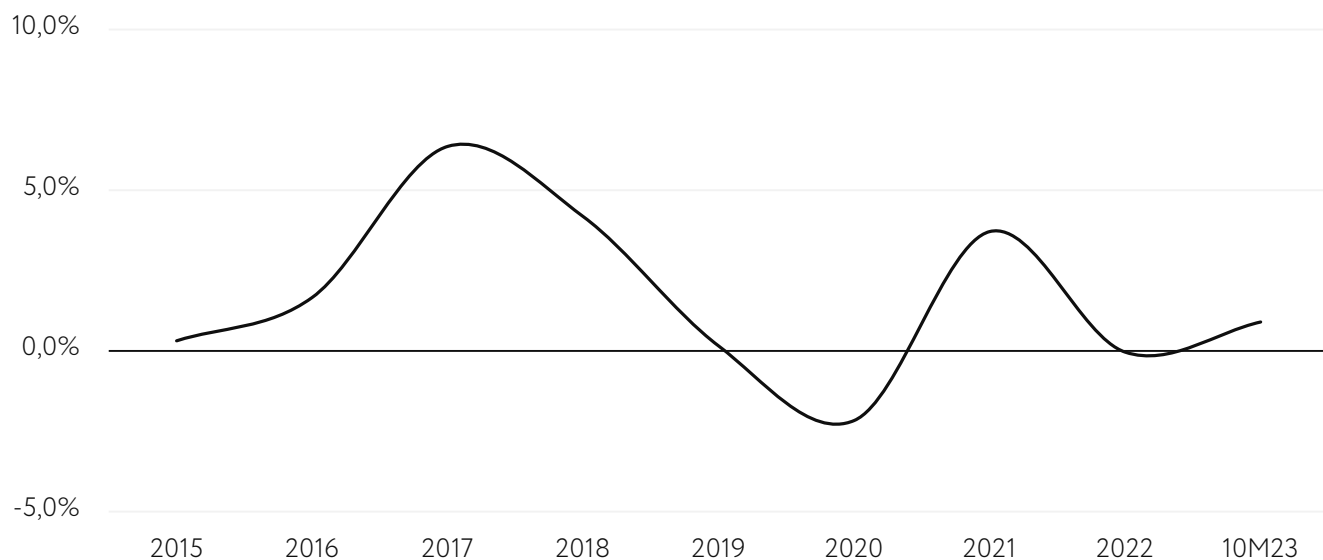
**Ж/д перевозки.** Переориентация логистических маршрутов с запада на восток в 2022 г. привели к повышенной нагрузке на ж/д инфраструктуру. За 10 месяцев 2023 г. погрузка на сети РЖД выросла на 0,2% г/г, а грузооборот – на 0,9%. Удлинение маршрутов приводит к росту себестоимости и повышает спрос на подвижной состав, в частности, нефтебензиновые цистерны, стоимость аренды которых, по данным ИПЕМ, подорожала более чем на 30% с начала года. Давление на рынок полувагонов также оказывает повышение ключевой ставки, из-за чего растут лизинговые платежи и увеличивается стоимость пополнения ж/д парка. На этом фоне мы пока не видим причин для снижения ставок аренды полувагонов – это положительно скажется на финансовых результатах ж/д перевозчиков, в частности, Globaltrans, которая является одним из наших фаворитов.

### Пассажиропоток группы «Аэрофлот», г/г



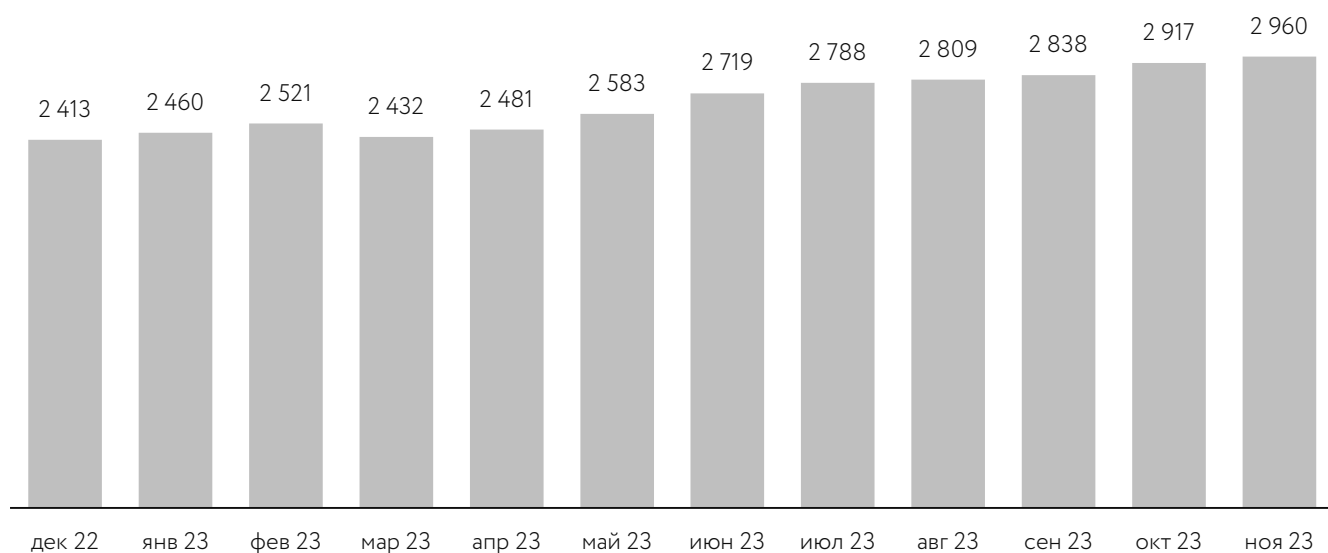
Источник: данные компании.

### Грузооборот РЖД %, г/г



### Индекс суточной ставки предоставления полувагона

в технический рейс на Пространстве 1520, за ваг./сут. в руб. без НДС



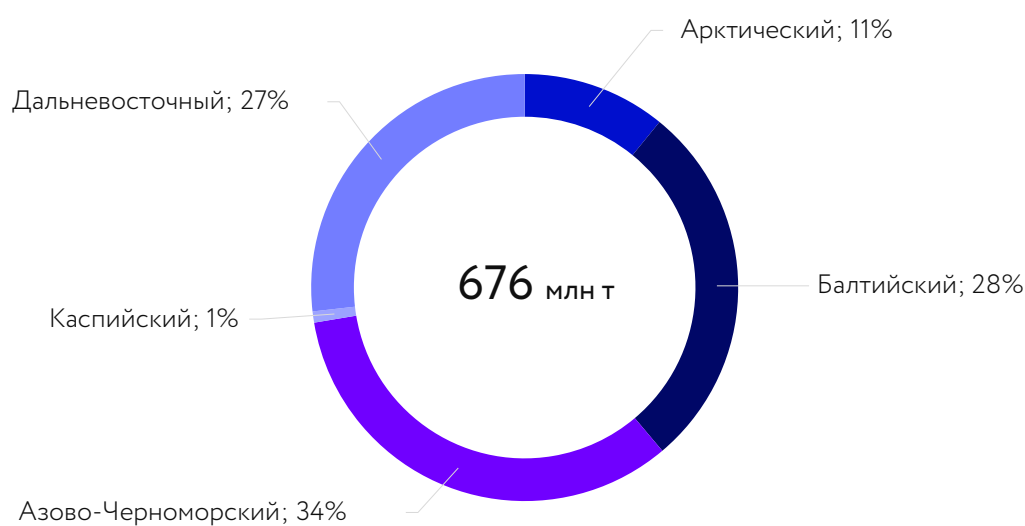
Источник: данные компании, RailCommerce.

**Порты и морские перевозки.** Восстановление после Covid-19 и СВО привели к росту грузооборота морских портов (+9% за 9М23, по данным Росморречфлота), однако в 3-м квартале 2023 динамика снизилась (-5% кв/кв) на фоне сокращения объемов экспорта нефти и нефтепродуктов. Структура перевозок также частично изменилась: наибольшие объемы проходят через Азово-Черноморский (34% от общего грузооборота), Балтийский (28%) и Дальневосточный бассейны (27%). При этом после падения в 2022 г. перевалка сухих грузов

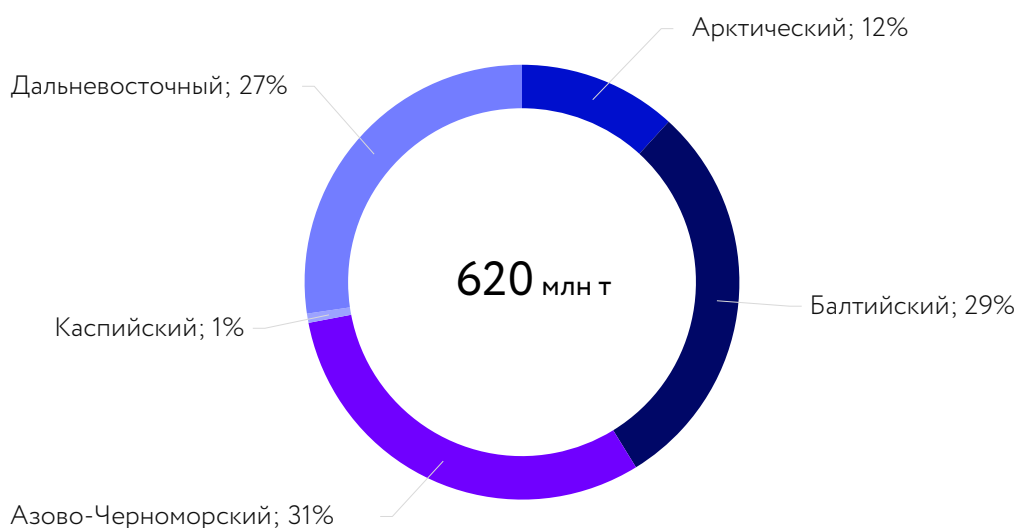
обеспечивает основной прирост грузооборота (+17% год к году за 9 месяцев 2023); рост перевалки наливных грузов относительно небольшой (+1,5%). Мы считаем, что дальнейший рост ограничен скоростью и возможностями расширения инфраструктуры. По нашим оценкам, рост сектора сохранится на уровне 5% в год. Нам нравятся компании сектора: ДВМП как бенефициар высокого спроса на дальневосточные перевозки и «Совкомфлот», показывающий рекордные результаты в 2023 г.

### Грузооборот морских портов, %

9М23



9М22



Источник: Морпорт.

## Фавориты сектора

### Globaltrans

В сегменте ж/д перевозок сохраняется благоприятная рыночная конъюнктура. Удлинение маршрутов из-за переориентации на восток привело к высокому спросу и повышению тарифов на аренду полувагонов, что благоприятно сказывается на денежном потоке Globaltrans.

Компания показывает хорошие финансовые результаты, а чистая денежная позиция на конец 1-го полугодия 2023 составила 10,5 млрд рублей. Заработанные средства Globaltrans может выгодно инвестировать в

условиях высоких процентных ставок. Однако компания все еще зарегистрирована на Кипре, что не позволяет ей выплачивать дивиденды своим акционерам. До конца 1-го полугодия 2024 ожидается «переезд» компании в Абу-Даби. В случае успеха это должно дать Globaltrans техническую возможность вернуться к дивидендным выплатам, а также не исключено возобновление листинга на Лондонской бирже.

**Инвестиционный взгляд:** По нашим оценкам, Globaltrans торгуется относительно недорого, с 50%-ным дисконтом к 5-летним историческим средним мультипликаторам, на уровне EV/EBITDA 2023П/24П 2,1/2,8x и P/E 2023П/24П 2,7/2,4x. Компания пока не может выплачивать дивиденды, однако активно расширяет бизнес и выступает привлекательной историей роста.

### «Совкомфлот»

«Совкомфлот» — это государственная компания, один из крупнейших перевозчиков нефти в мире и ключевой игрок на российском рынке. За 1-е полугодие 2023 компания показала отличные финансовые результаты, чему способствуют высокие ставки фрахта на танкерные перевозки, и мы ожидаем сохранения прибыльности во 2-м полугодии

2023. Однако строить прогнозы на последующие периоды сложно из-за отсутствия прозрачности в отношении фраховых ставок «Совкомфлота». Компания продолжает получать выручку в валюте, благодаря чему она также выигрывает от девальвации рубля.

**Инвестиционный взгляд:** Мы считаем, что в акциях «Совкомфлота» остается потенциал роста стоимости. Бумага, по нашим оценкам, торгуется на уровне EV/EBITDA 2023П/24П 1,6/2,0x и P/E 2023П/24П 2,5/3,1x. При условии соблюдения дивидендной политики выплаты акционерам могут составить 18 руб. на акцию, что подразумевает высокую дивидендную доходность (15%).

## Прочие компании сектора

### «Аэрофлот»

«Аэрофлот» – лидер на рынке пассажирской авиации. Группа показывает сильные операционные результаты: за 10 месяцев 2023 года пассажиропоток вырос на 15% г/г против +11% г/г в целом по рынку. При этом доля компании «Аэрофлот» в Группе растет (+2 п.п. г/г в доле пассажиропотока за 10 месяцев 2023). Однако международные перевозки еще далеки от исторических средних значений (1,5-2 млн пассажиров в месяц), а рост перевозок по внутренним направлениям, по нашим ожиданиям, замедлится в 2024 г. за счет снижения субсидирования со стороны государства. Также есть неопределенность относительно перспектив авиастроительной отрасли в России: есть риски, что авиапарк «Аэрофлота» будет обновляться медленнее или дороже".

### Whoosh

Whoosh является одним из ключевых игроков на рынке кикшеринга (краткосрочной аренды электросамокатов). Согласно отраслевым прогнозам, рынок кикшеринга будет продолжать активно расти по 45-50% в денежном выражении в год в следующие 3 года. При этом по количеству поездок Whoosh занимает больше половины рынка, а также имеет один из самых высоких показателей рентабельности на поездку (40-50% составляет рентабельность EBITDA). Основными драйверами роста мы видим выход в новые города России и СНГ, увеличение количества поездок на 1 человека, а также выход в такие новые сегменты, как электровелосипеды. Дивидендная политика компании предполагает выплату 0-50% от чистой прибыли в зависимости от уровня долга. За 9 месяцев 2023 Whoosh рекомендовал выплатить 10,25 рублей на акцию, что соответствует дивидендной доходности 4,5%.

### ДВМП

Как и Globaltrans, ДВМП – это бенефициар переориентации логистики на восток. Компания совместно с РЖД приступила к строительству дополнительного железнодорожного пути, соединяющего станцию Владивосток и ВМТП (Владивостокский морской торговый порт), который является одним из ключевых портов для торговли между Россией и Азией, включая Китай. Однако недавняя смена владельца компании создает неопределенность в плане долгосрочного развития бизнеса.

#### Инвестиционный взгляд:

Мы сохраняем умеренно-негативный взгляд на инвестиционный кейс «Аэрофлота» на фоне медленного восстановления сектора и неопределенности в обслуживании флота. По нашим оценкам, акции торгуются на уровне EV/EBITDA 2023П/24П 5,3/4,6.

#### Инвестиционный взгляд:

Мы считаем Whoosh привлекательной историей роста на российском рынке. По нашим оценкам, акции торгуются относительно недорого: EV/EBITDA 2023П/24П 7,1/5,1 и P/E 2023П/24П 14,3/8,7х. При этом компания все же выплачивает дивиденды, хоть и невысокие, а также объявила обратный выкуп акций (до 1,5 млн штук) до 31 мая 2025 г., что окажет дополнительную поддержку бумагам.

#### Инвестиционный взгляд:

Компания выигрывает от благоприятной рыночной конъюнктуры и активно наращивает грузооборот. Однако нам сложно оценить дальнейшую стратегию компании после перехода под контроль «Росатома» в конце 2023 г. Мы не видим краткосрочных катализаторов роста.

## Глоссарий

ACWI	Глобальный индекс акций, который измеряет эффективность акций как на развитых, так и на развивающихся рынках
AISC	Совокупные денежные затраты
Brent	Эталонная марка (сорт) нефти, добываемой в Северном море
BRICS	Межгосударственное объединение пяти государств: Бразилии, России, Индии, КНР, ЮАР
CAGR	Совокупный среднегодовой темп роста
Commodities	Сырьевые материалы
CIS Black Sea	Черное море СНГ
DM	Развитые рынки
EBITDA	Объём прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации
EM	Развивающиеся рынки
Euroclear	Одна из двух клиринговых палат по ценным бумагам в Евроне
EV	Показатель общей стоимости компании
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса к EBITDA
FAANG	Facebook, Amazon, Apple, Netflix и Google
Free-float	Доля акций, находящихся в свободном обращении
G7	Большая семерка
GDR	Глобальная депозитарная расписка, которая, как правило, обращается в нескольких странах
GIE	Объединение операторов газопроводов в Европе
GMV	Совокупный объем продаж через торговую площадку за определенный период времени
Henry Hub	Газовый хаб в США
HY	Высокая доходность
IAS	Международные стандарты по ведению бухгалтерского учета
IG	Инструмент инвестиционного уровня
IMF	Международный валютный фонд
IPO	Первичное публичное размещение акций
ISIN	Международный идентификационный код ценной бумаги
IT	Информационные технологии
LFL	Метод оценки продаж, который позволяет определить объем продаж или уровень деловой активности, достигнутый благодаря деятельности, сравнимой с предыдущим годом
M&A	Сделки слияния и поглощения
MICEX (IMOEX)	Индекс Московской биржи
MSCI	Фондовый индекс российского рынка
MSCI EAFE	Индекс развитых рынков вне Северной Америки
NBP	Газовый хаб в Великобритании
P/BV	Коэффициент Цена/Балансовая стоимость
P/E	Коэффициент Цена/Прибыль
P/NAV	Коэффициент Цена/Величина чистых активов
REITS	Инвестиционный фонд недвижимости
ROE	Отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании
Small caps	Акции компаний с малой капитализацией
TCC	Общие денежные затраты
TTF	Газовый хаб в Нидерландах
Urals	Российская марка экспортной нефтяной смеси
UST	Облигации, выпущенные Министерством финансов США
Value	Бумаги крупных компаний с уже устоявшимся бизнесом
YTD	Период от начала года до текущей даты
АКИТ	Ассоциация компаний интернет-торговли
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
барр.	Баррель
бнэ	Баррель нефтяного эквивалента
ВВП	Валовый внутренний продукт
Г/к	Горячекатный
ГРЭС	Районная электростанция государственного образца
ДДУ	Договор долевого участия
Девелопер	Инвестор в строительство объекта с целью получения прибыли от продажи или сдачи в аренду
долл.	Доллар США
Дюрация	Эффективный срок до погашения облигации

## Глоссарий

Еврокомиссия	Европейская комиссия
ЕРЗ РФ	Единый ресурс застройщиков Российской Федерации
ЕС	Европейский союз
ж/д	Железнодорожный
ЖУВ	Жидкие углеводороды
Индекс РТС	Индекс российской торговой системы
ИПЦ	Индекс потребительских цен
кв. м	Квадратный метр
куб. м	Кубический метр
Купон	Денежные выплаты держателям облигаций
Марж. скорр. EBITDA	Прибыльность продаж компании без учета затрат на проценты по кредитам, выплату налога на прибыль и амортизацию
Минэнерго	Министерство энергетики
млн	Миллион
млрд	Миллиард
Мосбиржа	Московская биржа
МПП	Металлы платиновой группы
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
Мультипликатор	Коэффициент финансовых показателей и ее стоимости
МЭА	Международное энергетическое агентство
н.д.	Нет данных
НДПИ	Налог на добычу полезных ископаемых
НПЗ	Нефтеперерабатывающий завод
НПЗ ТАНЕКО	Российское предприятие нефтеперерабатывающей отрасли, включающее строящийся комплекс нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в городе Нижнекамске Республики Татарстан
НРД	Национальный расчетный депозитарий
ОПЕК	Организация стран-экспортеров нефти
ОФЗ	Облигация федерального займа
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
пп	Процентный пункт
Пут опция	Производный инструмент финансового рынка, который дает держателю право продать
ПХГ	Подземное хранилище газа
Рентабельность	Относительный показатель экономической эффективности
РЕПО	Вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РЖД	Российские железные дороги
Ритейлер	Компания, занимающаяся продажей различных товаров конечному потребителю
Росстат	Федеральная служба государственной статистики
РСБУ	Российские стандарты бухгалтерского учета
руб.	Рубль РФ
РФ	Российская Федерация
СВО	Специальная военная операция
СПГ	Сжиженный природный газ
Спред	Разница между какими-либо численными финансовыми значениями
США	Соединенные Штаты Америки
Телекомы	Компании, предоставляющие услуги сотовой связи для своих абонентов
Тикер (ISIN)	Краткое название котируемого инструмента на бирже
ТКУ	Твердый коксующийся уголь
трлн	Триллион
ТС	Транспортное средство
тыс.	Тысяча
ФАВТ	Федеральное агентство воздушного транспорта
Флоатер	Облигация с переменным купоном
ФНБ	Фонд национального благосостояния России
Форвардный мультипликатор	Мультипликатор на основе прогнозных финансовых показателей
ФРС	Федеральная резервная система
ЦБ РФ	Центральный Банк России

## Список эмитентов

- Публичное акционерное общество «Газпром»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=934>, тикер GAZP RX
- Публичное акционерное общество «НОВАТЭК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=225>, тикер NVTK RX
- Публичное акционерное общество «Татнефть» имени В. Д. Шашина: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=118>, тикер TATN RX, TATNP RX
- Публичное акционерное общество «НК «Роснефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=6505>, тикер ROSN RX
- Публичное акционерное общество «ЛУКОЙЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=17>, LKOH RX
- Публичное акционерное общество «Газпром нефть»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=347>, SIBN RX
- Публичное акционерное общество «Акционерная нефтяная Компания «Башнефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1976>, тикер BANE RX, BANEP RX
- Публичное акционерное общество «Сургутнефтегаз»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=312>, тикер SNGS RX, SNGSP RX
- 
- Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=9>, тикер MAGN RX
- Публичное акционерное общество «Северсталь»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30>, тикер CHMF RX
- Публичное акционерное общество «Новолипецкий металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=2509>, тикер NLMK RX
- Публичное акционерное общество «Полюс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7832>, тикер PLZL RX
- Polymetal International plc: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=33331>, тикер POLY LN
- Акционерная компания «АЛРОСА» (публичное акционерное общество): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=199>, тикер ALRS RX
- Публичное акционерное общество «Горно-металлургическая компания «Норильский никель»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=564>, тикер GMKN RX
- Международная компания публичное акционерное общество «Объединённая Компания «РУСАЛ»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38288>, тикер RUAL RX
- Публичное акционерное общество «ФосАгро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=573>, тикер PHOR RX
- Публичное акционерное общество Группа компаний «Сережа»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38038>, тикер SGZH RX
- 
- Публичное акционерное общество «Интер РАО ЕЭС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12213>, тикер IRAO RX
- Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8580>, тикер HYDR RX
- Публичное акционерное общество «Юнипро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7878> тикер UPRO RX
- Публичное акционерное общество «Федеральная сетевая компания - Россети»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=379> тикер FEES RX
- 
- Публичное акционерное общество «Сбербанк России»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>, тикер SBER RX, SBERP RX
- Публичное акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-ПТС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=43>, тикер MOEX RX
- Публичное акционерное общество «Банк ВТБ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1210> тикер VTBR RX
- TCS Group PLC (ТИСИЭС ГРУП ХОЛДИНГ ПИЭЛСИ): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38033> тикер TCSG RX
- QIWI PLC (КИВИ ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=33148> тикер QIWI RX
- Публичное акционерное общество «Группа Ренессанс Страхование»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37468> тикер RENI RX
- «Публичное акционерное общество «Московский Кредитный Банк» : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=202> тикер CBOM RX
- 
- Публичное акционерное общество «Современный коммерческий флот»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11967>, тикер FLOT RX
- GLOBALTRANS INVESTMENT PLC (ГЛОБАЛТРАНС ИНВЕСТМЕНТ ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38302> тикер GLTR RX
- Публичное акционерное общество «Дальневосточное морское пароходство»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=83> тикер FESH RX
- Публичное акционерное общество «ВУШ Холдинг»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38772> тикер WUSH RX
- Публичное акционерное общество «Новороссийский морской торговый порт»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3900> тикер NMTP RX
- Публичное акционерное общество «Аэрофлот-российские авиалинии»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1480> тикер AFLT RX



## Список эмитентов

Публичное акционерное общество «Группа компаний «Самолет»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=36419>, тикер SMLT RX

Публичное акционерное общество «ПИК-Специализированный застройщик»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=44> тикер PIKK RX

ETALON GROUP PLC (ЭТАЛОН ГРУП ПИЭЛСИ) : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38096> тикер ETLN RX

Публичное акционерное общество «Группа ЛСР»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4834> тикер LSRG RX

Cian PLC (Циан ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38549>, тикер CIAN RX

Fix Price Group PLC (Фикс Прайс Груп ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38370>, тикер FIXP RX

Headhunter Group PLC (Хедхантер Груп ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38250>, тикер HHRU RX

Ozon Holdings PLC (Озон Холдингс ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38334>, тикер OZON RX

Positive Technologies (Акционерное общество «Позитив Текнолоджиз»): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38196>, тикер POSI RX

VK Company Ltd (ВК Компани Лимитед): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38185>, тикер VKCO RX

X5 Group X5 / Retail Group N.V. (Naamloze Vennootschap - публичная акционерная компания): тикер FIVE RX

Yandex N.V. (Яндекс ЭнВи): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=34514>, тикер YNDX RX

Публичное акционерное общество Группа Астра: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38906&attempt=1>, тикер ASTR RX

Публичное акционерное общество Хэндерсон Фэшн Групп: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38967>, тикер HNFG RX

Общество с ограниченной ответственностью «Лента»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=32010>, тикер LENT RX

Публичное акционерное общество «Магнит»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7671>, тикер MGNT RX

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=236>, тикер MTSS RX

Общество с ограниченной ответственностью «О'КЕЙ»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=31516>, тикер OKEY RX

Публичное акционерное общество «Ростелеком»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=141>, тикер RTKM RX

## Эксперты

### Управление продаж институциональным клиентам АТОН



Дмитрий Ансимов

Директор управления

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3668)  
dmitrii.ansimov@aton.ru



Евгений Русских

Продажи, рынок акций

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3632)  
evgeniy.russkikh@aton.ru



Михаил Кантолинский

Продажи, рынок акций

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3663)  
mikhail.kantolinsky@aton.ru

### Аналитический департамент АТОН



Виктор Дима

Руководитель департамента  
анализа рынка акций  
Потребительский сектор,  
телекомы, ИТ

+7 (495) 213-03-44  
victor.dima@aton.ru



Андрей Лобазов

Нефть и газ, металлы и добыча

+7 (495) 213-03-37  
andrey.lobazov@aton.ru



Михаил Ганелин

Транспорт, банки, финансы,  
недвижимость

+7 (495) 213-03-38  
mikhail.ganelin@aton.ru



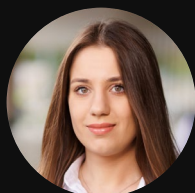
Александр Кудрин

Главный стратег

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)  
alexander.kudrin@aton.ru

## Эксперты

### Аналитический департамент АТОН



Мария Федорова  
Нефть и газ, металлы и добыча  
  
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3649)  
maria.fedorova@aton.ru



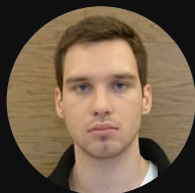
Алина Каравеева  
Транспорт, банки, финансы,  
недвижимость  
  
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3645)  
alina.karavaeva@aton.ru



Михаил Виноградов  
Потребительский сектор,  
телекомы, ИТ  
  
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3651)  
mikhail.vinogradov@aton.ru



Алексей Товстогань  
Долговые инструменты  
  
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)  
aleksey.tovstogany@aton.ru



Даниил Агапов  
Младший специалист  
  
+7 (495) 777-66-77 (доб. 5960)  
daniil.agapov@aton.ru





## Еженедельная рассылка

Получайте на почту аналитические дайджесты  
и подробный анализ наиболее важных тем  
в текущей ситуации

## Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо финансового инструмента/цифрового финансового актива/валюты, в т. ч. цифровой (далее совместно – Активы, а по отдельности – Актив) или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/Актива. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с ним, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Содержащаяся в материале информация, была получена из различных открытых источников, которые, как мы полагаем, являются надежными, однако мы не можем гарантировать и не гарантируем точности, достоверности, актуальности или полноты данной информации. Данная информация не основана на конкретных обстоятельствах, связанных с получателем материала. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете Активы могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Выпуск, учет и обращение цифровых финансовых активов/цифровой валюты может осуществляться исключительно в соответствии с действующим законодательством, и торговля этими инструментами считается рискованной.

Ряд Активов в том числе производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются индикатором будущих результатов. Стоимость инвестиций подвержена влиянию множества факторов и может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций как в части, так и полностью. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с не ликвидностью рынка Активов или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные Активы подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски инвестирования в сложные, высоко рискованные продукты, цифровые финансовые активы, цифровую валюту и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в денежные средства или иные ликвидные активы.

Номинарованные в иностранной валюте Активы подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками.

Инвестиции в Активы на развивающихся рынках, равно как и в цифровые финансовые активы, цифровую валюту имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом. При создании данного документа были приложены разумные усилия для получения информации из надежных источников, при этом не может быть гарантировано, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем материале, являются достоверными, точными или полными. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целом, ни частично, не содержит намеренно неверно изложенной информации. Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении Активов в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о финансовых инструментах/цифровых финансовых активах/цифровой валюте такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в Активы сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках. <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок

выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и иными лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиционной или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

Информация, содержащаяся в этом материале, не должна рассматриваться как предложение, приглашение или стимул к покупке или продаже определенных Активов; это не совет или индивидуальная инвестиционная рекомендация или любая другая форма нашего мнения о том, соответствует ли конкретный Актив вашим финансовым или другим интересам, ожиданиям в отношении прибыльности от операций с Активами, о периоде времени, в течение которого такая прибыльность определяется, а также о вашем приемлемом риске убытков от таких транзакций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или о ваших других интересах.

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещенной на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Адрес электронной почты для направления обращений: [clients@aton.ru](mailto:clients@aton.ru)

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>