

29 мая 2020

Периодическое издание

Ежедневный макроэкономический обзор

Напряженность сохраняется

Напряженность в американо-китайских отношениях превратилась в постоянный источник беспокойства для участников финансовых рынков. При этом необходимо понимать, что торговые трения являются лишь частью многолетней борьбы двух супердержав за долгосрочное политическое и экономическое господство, которая едва ли закончится в обозримом будущем. В последнее время эпицентром этой борьбы стала ситуация вокруг Гонконга. Вчера Всекитайское собрание народных представителей (ВСНП) одобрило разработку закона о национальной безопасности для Гонконга. В ответ США заявили об утрате Гонконгом автономии, а американский Сенат принял закон в поддержку мусульманских меньшинств Китая. С точки зрения финансовых рынков все это происходит в весьма неподходящее время – когда мировая экономика пытается справиться с последствиями пандемии COVID-19, ставшей причиной самой глубокой глобальной рецессии со времен Второй мировой войны. Всем хорошо известно, насколько важную роль играет Китай в мировой экономике и насколько велико было его значение в преодолении предыдущего глобального кризиса, когда предпринятые Китаем масштабные стимулирующие меры помогли избежать куда более значительного падения мировой экономики.

Начиная с 2009 г. китайские власти старались решить две задачи – обеспечить достаточные темпы экономического роста и не допустить чрезмерного увеличения долга, особенно в корпоративном секторе. Институт международных финансов (IIF) недавно оценил суммарную долговую нагрузку китайской экономики в более чем 300% ВВП. В ходе очередной сессии ВСНП, работа которой завершается на этой неделе, правительство КНР впервые за много лет решило не устанавливать официальную 6%-ю цель по росту экономики. Это вполне объяснимо, учитывая резкое – на 6,8% в годовом выражении – снижение ВВП в первом квартале. На этот раз масштаб монетарного и фискального стимулирования в Китае был не настолько значительным, как во время финансового кризиса 2007–2009 гг. Тем не менее Народный банк Китая снизил процентные ставки, влил ликвидность на денежный рынок и смягчил резервные требования для банков.

Что касается бюджетной политики, Китай повысил темпы утверждения инфраструктурных проектов на этот год. По данным S&P Global Platts, с января по апрель Китай утвердил девять проектов строительства аэропортов на общую сумму 14 млрд долл. (эквивалентно 55% от общего объема утвержденных проектов на 2019 г.). За это же время было утверждено тринадцать проектов в области междугородного и внутригородского железнодорожного транспорта, и еще восемь, как ожидается, будут одобрены в ближайшее время.

Нил Маккиннон, экономист
+44 20 3334 8865 // neil.mackinnon@vtbcapital.com

Настоящий материал является переводом обзора [Global Macro Jottings – China tensions](#) от 29.05.2020.

Все цены в настоящем обзоре представлены по состоянию на 29.05.2020 (если не указано иное). Другая раскрываемая информация, включая данные по сертификатам аналитиков, содержится в разделе «Раскрытие информации» настоящего обзора. Дополнительную раскрываемую информацию, касающуюся компаний, которые упоминаются в настоящем обзоре, можно найти на веб-сайте <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

По оценке Platts, для реализации этих проектов потребуется 19,56 млн т стали, что составляет 63% от объема, использованного в аналогичных проектах в 2019 г. Некоторые аналитики полагают, что рост инвестиций в Китае в этом году может достичь 7–10%, а общий масштаб фискальной экспансии, по оценкам Goldman Sachs, может составить 6,5% ВВП. Многие наблюдатели считают, что темпы экономического роста в Китае, резко просевшие из-за пандемии коронавируса, уже в значительной степени восстановились.

Как отражение растущей напряженности в отношениях между США и Китаем, китайский юань ослаб по отношению к доллару до 7,20. Обычно инвесторами ослабление юаня воспринимается как предвестник снижения на рынках акций. Кроме того, оно подрывает конкурентоспособность азиатских торговых партнеров Китая, тем более когда оборот мировой торговли продолжает снижаться. Наконец, ослабление юаня является дополнительным каналом экспорта дезинфляции в мировую экономику, усугубляя дезинфляционное давление, вызванное падением мирового спроса. В этой ситуации способность компаний влиять на цены снижается, а значит, под ударом оказываются и их прибыли, о чем, в частности, свидетельствуют результаты корпоративного сектора США.

Сегодня состоится пресс-конференция президента США Дональда Трампа по ситуации вокруг Китая, в ходе которой участники финансовых рынков рассчитывают узнать о санкциях, которые США могут ввести в отношении КНР – включая потенциальное прекращение листинга акций китайских компаний на американских биржах и ограничение доступа китайских банков и компаний к долларовому фондированию (хотя Китай не участвует в операциях валютного свопа ФРС). Любое ограничение доступа к долларам болезненно отразилось бы на состоянии финансовой системы КНР и уровне ликвидности. Роль Гонконга как ведущего мирового финансового центра в этом случае окажется под угрозой, и даже можно будет ожидать отказа от привязки гонконгской валюты к доллару США. В этой ситуации Народному банку Китая придется нарастить предложение денежной массы, но что касается долларов, то их может печатать только Федрезерв. В конечном итоге Китай может столкнуться с острым дефицитом американской валюты. В ответ на это китайские власти могут, как уже бывало раньше, предпринять масштабную девальвацию юаня, но финансовая нестабильность, к которой это неминуемо приведет – последнее, что нужно мировой экономике в настоящий момент.

Американский рынок акций пока игнорирует напряженность в отношениях с Китаем. Как мы уже не раз писали в наших обзорах, с точки зрения динамики фондового рынка ключевую роль играет повышение уровня глобальной ликвидности, а вовсе не «фундаментальные факторы». Общий баланс мировых центробанков, который уже достиг приблизительно 20 трлн долл., как ожидается, к концу текущего года увеличится до 30 трлн долл. Баланс Федрезерва на данный момент составляет 7 трлн долл. и, по оценкам, вырастет до 12 трлн долл. Как предполагают некоторые обозреватели, FOMC на предстоящем 10 июня заседании повысит объемы покупки активов – тем более что Минфин США планирует увеличить эмиссию UST на 3 трлн долл. в течение следующих шести месяцев. Федрезерв может также объявить о начале «контроля кривой доходности» в той или иной форме, особенно в сегменте коротких облигаций, таким образом последовав примеру Банка Японии. Помимо этого, ЕЦБ на следующем заседании, вероятнее всего, увеличит объем своей программы покупки активов, проигнорировав недавнее решение Федерального конституционного суда Германии.

Вливания ликвидности ведущими центробанками поддерживают мировые рынки акций вопреки потенциальному усилению волатильности в связи с напряженностью в отношениях между США и Китаем. Но очевидно, что бесконечно наполнять рынки ликвидностью центробанки не могут. Ранее мы были свидетелями тому, как негативно реагировали рынки на свертывание программ количественного смягчения Федрезервом. Зависимость от ликвидности имеет свои последствия.

Раскрытие информации

Подготовка и распространение аналитических материалов ВТБ Капитал за пределами США

Информация и мнения, содержащиеся в аналитических материалах ВТБ Капитал, подготовлены аналитиками, связанными с АО ВТБ Капитал, VTB Capital plc и аффилированными с ними структурами, зарегистрированными за пределами США (совместно и в отдельности именуемыми соответственно «Группа ВТБ» и «Структура Группы ВТБ»), фамилии которых указаны на первой странице аналитических материалов ВТБ Капитал. Аналитические материалы, подготовленные структурами Группы ВТБ, распространяются под логотипом ВТБ Капитал (каждый такой материал, именуемый «Аналитический материал ВТБ Капитал»). Аналитические материалы ВТБ Капитал распространяются за пределами США структурами Группы ВТБ.

Распространение аналитических материалов ВТБ Капитал среди инвесторов на территории США

Настоящий аналитический материал ВТБ Капитал распространяется среди инвесторов на территории США компанией Xtellus Capital Partners Inc. («Xtellus»), являющейся брокером-дилером, зарегистрированным Комиссией по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission – «SEC»), и членом Службы регулирования отрасли финансовых услуг США (Financial Industry Regulatory Authority – «FINRA»). Компания Xtellus не принимала участия в подготовке настоящего аналитического материала ВТБ Капитал и распространяет его среди инвесторов на территории США в качестве «аналитического материала, подготовленного третьей стороной» («third-party research report») в определении Правила 2241(а)(14) и Правила 2242(а)(17). Xtellus принимает на себя ответственность за содержание настоящего аналитического материала ВТБ Капитал в степени, необходимой в соответствии с указанием SEC согласно Правилу 15a-6.6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами (США, 1934 г.). Согласно Правилу 15a-6, операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны осуществляться структурами Группы ВТБ с инвесторами из США через компанию Xtellus. Инвесторы, базирующиеся на территории США и желающие связаться с аналитиками ВТБ Капитал, либо намеревающиеся совершить какие-либо операции с ценными бумагами, рассматриваемыми в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, должны связаться с компанией Xtellus.

Взаимоотношения ВТБ и Xtellus

Xtellus является правопреемником компании VTB Capital Inc, брокера-дилера, имевшего регистрацию SEC и аффилированного с Группой ВТБ. 31 августа 2018 г. Группа ВТБ продала свою долю в VTB Capital Inc. вновь созданной холдинговой компании Khepri Capital, LLC, принадлежащей ряду учредивших ее сотрудников VTB Capital Inc. В рамках сделки компания VTB Capital Inc. была переименована в Xtellus. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, Xtellus продолжает оказывать услуги структурам Группы ВТБ. В частности, Xtellus 1) в соответствии с Правилем 15a-6 в рамках Закона о торговле ценными бумагами выступает в качестве агента структур Группы ВТБ в части исполнения операций с ценными бумагами, осуществляемых структурами Группы ВТБ с инвесторами из США, и 2) является эксклюзивным дистрибутором аналитических материалов ВТБ Капитал на территории США. Xtellus получает комиссионное вознаграждение за подготовку аналитики и предоставление посреднических услуг структурам Группы ВТБ в соответствии с требованиями Правила 15a-6, в том числе за предоставление права распространения аналитических материалов Xtellus за пределами США. Хотя Группа ВТБ не владеет долей в Xtellus, ввиду договоренностей, действующих между Группой ВТБ и Xtellus в отношении распространения аналитических материалов и предоставления услуг в соответствии с Правилем 15a-6, настоящий аналитический материал ВТБ Капитал содержит раскрытие информации, соответствующее требованиям Правил FINRA 2241(h)(4) и 2242(g)(3), применимым к структурам Группы ВТБ, как если бы таковые являлись лицами, аффилированными с Xtellus. Тем не менее данное раскрытие информации не должно расцениваться как указание на аффилированность какой-либо из структур Группы ВТБ с Xtellus.

Раскрытие информации о потенциальном конфликте интересов

Структуры Группы ВТБ находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с эмитентами, упоминаемыми в аналитических материалах ВТБ Капитал. В связи с этим инвесторы должны понимать, что у Группы ВТБ может возникнуть конфликт интересов, который может повлиять на объективность настоящего аналитического материала ВТБ Капитал. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим аналитическим материалом ВТБ Капитал. Если эмитент, упомянутый в настоящем материале, не включен в таблицу раскрытия информации, следует считать, что либо он не рассматривается в качестве компании, анализируемой ВТБ Капитал, либо его упоминание считается несущественным, что означает, что он не является предметом исследования настоящего материала.

Частично информация о потенциальном конфликте интересов в отношении компаний, являющихся предметом настоящего аналитического материала ВТБ Капитал, представлена ниже. Дополнительная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям компаний, являющихся предметом настоящего аналитического материала ВТБ Капитал, доступна по следующим ссылкам:

Страница раскрытия информации на аналитическом портале ВТБ Капитал – <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx>.

Раскрытие информации в отношении инвестиционных рекомендаций – <https://www.vtbcapital.com/about/information-disclosure/investment-recommendations/>

Дополнительную информацию об эмитентах, упоминаемых в настоящем материале, можно получить, обратившись в один из офисов ВТБ Капитал (контактная информация приведена на последней странице настоящего материала). Для получения 1) краткого описания базы оценки или методологии, допущений, использованных в рамках оценки финансового инструмента или эмитента, а также сведений о любых изменениях в оценке, методологии или использованных допущениях; 2) подробной информации об оценке или методологии либо допущениях, использованных в любых несобственных моделях ВТБ Капитал; или 3) значимой информации о собственных моделях ВТБ Капитал; пожалуйста, обратитесь к аналитическому portalу ВТБ Капитал (<https://research.vtbcapital.com>) либо к авторам настоящего документа.

Раскрытие информации об эмитенте (эмитентах)

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компании (компаний), являющейся (являющихся) предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке <https://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> (на английском языке).

Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи фамилии указаны на первой странице настоящего аналитического материала ВТБ Капитал, в соответствии с Распоряжением Комиссии по ценным бумагам и биржам США о требованиях к подтверждению аналитиков (SEC Regulation AC) подтверждают следующее: 1) все взгляды, изложенные в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал, в точности отражают их личную точку зрения в отношении ценных бумаг и эмитентов, являющихся предметом данного аналитического материала; 2) никакая часть вознаграждения аналитиков ВТБ Капитал не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал.

Вознаграждение аналитиков, чьи фамилии указаны в аналитических материалах ВТБ Капитал, формируется с учетом различных факторов, в том числе совокупной выручки Группы ВТБ, часть которой Группа получает в результате своей инвестиционно-банковской деятельности.

Управление конфликтами интересов

Аналитические материалы ВТБ Капитал публикуются в соответствии с [принципами управления конфликтами интересов](#).

Инвестиционные рейтинги

ВТБ Капитал использует трехуровневую систему рейтингов по акциям анализируемых эмитентов: Покупать, Держать и Продавать.

Рейтинги соответствуют ожидаемой полной доходности (Expected Total Return – ETR) на горизонте ближайших 12 месяцев, рассчитываемой как сумма ожидаемой дивидендной доходности на аналогичном временном горизонте и разности прогнозной и последней цены (по данным Bloomberg), деленной на величину этой последней. Рейтинги имеют следующие значения (на дату публикации материала):

ПОКУПАТЬ: ETR > 20%

ДЕРЖАТЬ: 0% ≤ ETR ≤ 20%

ПРОДАВАТЬ: ETR < 0

ВТБ Капитал гарантирует соответствие действующих инвестиционных рейтингов приведенным выше определениям на момент пересмотра прогнозной цены и/или инвестиционного рейтинга. В остальное время в силу ежедневных краткосрочных колебаний цен финансовых инструментов могут возникать временные расхождения между действующими инвестиционными рейтингами и приведенными выше определениями. В зависимости от масштаба и продолжительности таких расхождений аналитиками могут приниматься меры для их устранения.

ПЕРЕСМОТР РЕЙТИНГА: В случае, когда известно, что в обозримом будущем планируется обнародование существенной информации об эмитенте, или есть основания ожидать появления такой информации, либо аналитику требуется время для анализа недавно появившейся существенной информации, касающейся эмитента, он/она может поставить рекомендацию по данному эмитенту на пересмотр. Это означает, что аналитик приостанавливает действие ранее опубликованных финансовых прогнозов, прогнозной цены и инвестиционных рейтингов, чтобы скорректировать их с учетом полученной и/или ожидаемой информации, после чего они утрачивают силу.

ОГРАНИЧЕНИЕ РЕЙТИНГА: В некоторых обстоятельствах в силу требований внутренней политики ВТБ Капитал и/или применимых нормативно-правовых актов ВТБ Капитал может быть вынужден воздержаться от публикации инвестиционного рейтинга того или иного эмитента. В этом случае любой пересмотр финансовых прогнозов, прогнозной цены финансового инструмента и инвестиционных рейтингов может быть осуществлен только после снятия ограничения в отношении данного эмитента.

Иногда, в частности при вынесении краткосрочных торговых рекомендаций, ВТБ Капитал может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой. Помимо этого, результатом вынесения краткосрочных торговых рекомендаций могут быть краткосрочные ценовые движения, противоречащие рекомендациям, содержащимся в настоящем аналитическом материале ВТБ Капитал.

В таблице ниже представлено распределение инвестиционных рейтингов ВТБ Капитал по рынку акций, присвоенных в соответствии с описанной выше трехуровневой системой рекомендаций.

Распределение рекомендаций ВТБ Капитал

Распределение инвестиционных рейтингов		
Покупать	70	55%
Держать	35	28%
Продавать	5	4%
Ограничено	0	0%
Пересматривается	17	13%
	127	

Распределение инвестиционных рейтингов по компаниям, являющимся клиентами ВТБ Капитал		
Покупать	13	59%
Держать	2	18%
Продавать	2	0%
Ограничено	0	9%
Пересматривается	3	14%
	22	

Источник: ВТБ Капитал на основе данных по состоянию на 30 апреля 2020 г.

Распределение рекомендаций ВТБ Капитал представлено в разрезе отдельных финансовых инструментов, а не в разрезе эмитентов. Соответственно, случаи вынесения рекомендаций в отношении более чем одного финансового инструмента одного эмитента учитываются отдельно. Список таких эмитентов представлен здесь: [DoubleRecPLC20200430.pdf](#).

Прогнозные цены финансовых инструментов на горизонте 12 месяцев

Аналитики ВТБ Капитал используют различные методы оценки справедливой стоимости анализируемых финансовых инструментов, в том числе модель дисконтирования денежных потоков (DCF), модель дисконтирования дивидендов (DDM), оценку стоимости чистых активов (NAV), сравнение с аналогичными компаниями на основе мультипликаторов и оценку по методу суммы составных частей. Выбор метода оценки в каждом конкретном случае зависит от специфики конкретного актива. Прогнозная цена отражает информированное мнение аналитика о вероятной стоимости финансового инструмента, которая может быть достигнута в течение 12 месяцев с даты определения прогнозной цены. Прогнозная цена определяется исходя из оценок справедливой стоимости финансового инструмента, полученных с использованием вышеупомянутых методов, и всегда находится в пределах определенных ими значений.

Риски недостижения прогнозной цены

Основными рисками с точки зрения инвестиционного рейтинга и достижения прогнозной цены являются неблагоприятные экономические условия (включая динамику валютного курса), ужесточение регулирования, обострение конкуренции, рост капитальных затрат, изменения в руководстве или некомпетентность руководства, увеличение стоимости капитала.

Предпосылками для превышения рассчитанных нами прогнозных цен и присвоенных рекомендаций могут стать улучшение экономических условий (включая динамику валютного курса) и регуляторной среды, снижения конкуренции, сокращения капитальных затрат, изменения в руководстве, снижения стоимости капитала.

Инвестиционная стратегия на рынке акций

Командой инвестиционной стратегии на рынке акций разработаны и регулярно обновляются три торговых портфеля.

ПОРТФЕЛЬ ТОРГОВЫХ ИДЕЙ НА ПОКУПКУ

Методология

Портфель торговых идей на покупку (Портфель LTI – Long Trade Ideas Portfolio) включает акции, отобранные командой инвестиционной стратегии из всей совокупности акций компаний России, Содружества Независимых Государств (СНГ), Центральной и Восточной Европы, в том числе компаний, деятельность которых освещается отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал. В портфель включаются акции, которые, по мнению команды инвестиционной стратегии, в силу наступления тех или иных событий (триггеров) на горизонте следующих 90 дней с высокой долей вероятности могут существенно опередить бенчмарк, определенный командой инвестиционной стратегии. Включение акций в Портфель LTI представляет собой торговую идею, которая в терминологии фондов, специализирующихся на длинных позициях, соответствует позиции **«ВЫШЕ ИНДЕКСА»**, а в терминологии хедж-фондов – **«ДЛИННОЙ»** позиции. Среди прочего, в качестве триггеров торговой идеи могут выступать: ожидания сильных операционных или финансовых результатов, улучшение позиции инструмента в индексах, значительное снижение финансовых мультипликаторов, наступление даты отсечки по дивидендам, обратный выкуп акций, вероятность появления позитивных новостей, а также рыночные предпочтения в пользу того или иного сектора, обусловленные текущей либо ожидаемой макроэкономической конъюнктурой. Все включаемые в портфель акции получают в нем такой же вес, как и уже присутствующие в нем инструменты, и, как следствие, динамика портфеля рассчитывается на равновзвешенной основе. Исключение акции из портфеля означает закрытие данной торговой идеи (см. раздел «Временные рамки» ниже) и не должно расцениваться как вынесение новой инвестиционной рекомендации в отношении данного инструмента.

Изменения фундаментальных рекомендаций, равно как и пересмотр прогнозных цен отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал, не являются факторами, на основе которых принимаются решения о включении акций в портфель или их исключении из портфеля. Однако при формировании портфеля команда инвестиционной стратегии может принимать в расчет опубликованные данные и выводы, сделанные отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал (например, комментарии относительно появляющихся новостей, финансовые прогнозы и пр.), в той мере, в которой эти данные и выводы являются релевантными в контексте торговой идеи, имеющей краткосрочный 90-дневный горизонт. По этой причине направленность торговых идей команды инвестиционной стратегии может отличаться от направленности инвестиционных рейтингов, присвоенных отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал и имеющих временной горизонт 12 месяцев.

Команда инвестиционной стратегии осуществляет регулярный пересмотр портфеля (как правило, в пятницу) в рамках публикации еженедельного материала Week Endnotes. Пересмотр может осуществляться и в рамках нерегулярных публикаций. Если не указано иное, добавление акций в портфель и их исключение из портфеля, а также оценка результативности торговой идеи (портфеля) происходят на основе цен закрытия предыдущей торговой сессии. В случаях, когда цена на дату публикации материала существенно отличается от цены предыдущего закрытия, в целях более адекватного представления динамики портфеля в публикации может быть использована текущая цена. В таких случаях это, а также время фиксации такой цены прямо указываются в публикации.

Если прямо не указано иное, каждая конкретная торговая идея относится только к упоминаемым в ней акциям и не распространяется на другие инструменты или ценные бумаги того же эмитента или любого другого эмитента. По умолчанию все торговые идеи публикуются на разовой основе и не предусматривают обязательного обновления или пересмотра.

Временные рамки

Торговые идеи действительны на дату публикации соответствующего аналитического материала, за исключением тех случаев, когда в нем прямо указывается конкретный момент или условие для открытия соответствующей позиции (например, некоторые торговые идеи в качестве условия открытия позиции могут иметь исполнение колл-опциона). Торговая идея может быть закрыта автоматически по истечении 90-дневного периода либо при достижении ценой акции предварительно оговоренного целевого уровня (фиксация прибыли) или при падении цены ниже оговоренного порогового значения (фиксация убытков). Также торговая идея может быть закрыта в ручном режиме в связи с появлением новой информации, в том числе касающейся вероятности наступления оговоренных триггеров или появления новых негативных триггеров. После закрытия торговой идеи соответствующий инструмент исключается из портфеля, после чего рекомендация и соответствующие прогнозы команды инвестиционной стратегии считаются утратившими силу. Закрытие торговой идеи само по себе не означает вынесения новой инвестиционной рекомендации по данной ценной бумаге. Информация о временных рамках действия всех торговых идей представлена в столбце «Период действия» таблицы «Инвестиционные рекомендации».

Факторы риска

Основными рисками с точки зрения торговой идеи на покупку являются неблагоприятные экономические условия (включая динамику валютного курса), ужесточение регулирования, обострение конкуренции, рост капитальных затрат, изменения в руководстве или некомпетентность руководства, увеличение стоимости капитала. Предпосылками для повышения итоговой доходности торговой идеи могут стать улучшение экономических условий (включая динамику валютного курса) и регуляторной среды, снижение конкуренции, сокращение капитальных затрат, изменения в руководстве, снижение стоимости капитала.

ПОРТФЕЛЬ ТОРГОВЫХ ИДЕЙ НА ПРОДАЖУ

Методология

Портфель торговых идей на продажу (Портфель STI – Short Trade Ideas Portfolio) включает акции, отобранные командой инвестиционной стратегии из всей совокупности акций компаний России, Содружества Независимых Государств (СНГ), Центральной и Восточной Европы, в том числе компаний, деятельность которых освещается отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал. В портфель включаются акции, которые, по мнению команды инвестиционной стратегии, в силу наступления тех или иных событий (триггеров) на горизонте следующих 90 дней с высокой долей вероятности могут существенно отстать от бенчмарка, определенного командой инвестиционной стратегии. Включение акций в Портфель STI представляет собой торговую идею, которая в терминологии фондов, специализирующихся на длинных позициях, соответствует позиции **«НИЖЕ ИНДЕКСА»**, а в терминологии хедж-фондов – **«КОРОТКОЙ»** позиции. Среди прочего, в качестве триггеров торговой идеи могут выступать: ожидания слабых операционных или финансовых результатов, ухудшение позиции инструмента в индексах, значительное повышение финансовых мультипликаторов, увеличение предложения данного инструмента на рынке, вероятность появления негативных новостей, а также негативное восприятие инвесторами того или иного сектора, обусловленное текущей либо ожидаемой макроэкономической конъюнктурой. Все включаемые в портфель акции получают в нем такой же вес, как и уже присутствующие в нем инструменты, и, как следствие, динамика портфеля рассчитывается на равновзвешенной основе. Исключение акции из портфеля означает закрытие данной торговой идеи (см. раздел «Временные рамки» ниже) и не должно расцениваться как вынесение новой инвестиционной рекомендации в отношении данного инструмента.

Изменения фундаментальных рекомендаций, равно как и пересмотр прогнозных цен отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал, не являются факторами, на основе которых принимаются решения о включении акций в портфель или их исключении из портфеля. Однако при формировании портфеля команда инвестиционной стратегии может принимать в расчет опубликованные данные и выводы, сделанные отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал (например, комментарии относительно появляющихся новостей, финансовые прогнозы и пр.), в той мере, в которой эти данные и выводы являются релевантными в контексте торговой идеи, имеющей краткосрочный 90-дневный горизонт. По этой причине направленность торговых идей команды инвестиционной стратегии может отличаться от направленности инвестиционных рейтингов, присвоенных отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал и имеющих временной горизонт 12 месяцев.

Команда инвестиционной стратегии осуществляет регулярный пересмотр портфеля (как правило, в пятницу) в рамках публикации еженедельного материала Week Endnotes. Пересмотр может осуществляться и в рамках нерегулярных публикаций. Если не указано иное, добавление акций в портфель и их исключение из портфеля, а также оценка результативности торговой идеи (портфеля) происходят на основе цен закрытия предыдущей торговой сессии. В случаях, когда цена на дату публикации материала существенно отличается от цены предыдущего закрытия, в целях более адекватного представления динамики портфеля в публикации может быть использована текущая цена. В таких случаях это, а также время фиксации такой цены прямо указываются в публикации.

Если прямо не указано иное, каждая конкретная торговая идея относится только к упоминаемым в ней акциям и не распространяется на другие инструменты или ценные бумаги того же эмитента или любого другого эмитента. По умолчанию все торговые идеи публикуются на разовой основе и не предусматривают обязательного обновления или пересмотра.

Временные рамки

Торговые идеи действительны на дату публикации соответствующего аналитического материала, за исключением тех случаев, когда в нем прямо указывается конкретный момент или условие для открытия соответствующей позиции (например, некоторые торговые идеи в качестве условия открытия позиции могут иметь исполнение колл-опциона). Торговая идея может быть закрыта автоматически по истечении 90-дневного периода либо при достижении ценой акции предварительно оговоренного целевого уровня (фиксация прибыли) или при росте цены выше оговоренного порогового значения (фиксация убытков). Также торговая идея может быть закрыта в ручном режиме в связи с появлением новой информации, в том числе касающейся вероятности наступления оговоренных триггеров или появления новых

позитивных триггеров. После закрытия торговой идеи соответствующий инструмент исключается из портфеля, после чего рекомендация и соответствующие прогнозы команды инвестиционной стратегии считаются утратившими силу. Закрытие торговой идеи само по себе не означает вынесения новой инвестиционной рекомендации по данной ценной бумаге. Информация о временных рамках действия всех торговых идей представлена в столбце «Период действия» таблицы «Инвестиционные рекомендации».

Факторы риска

Основными рисками с точки зрения торговой идеи на продажу являются улучшение экономических условий (включая динамику валютного курса) и регуляторной среды, снижение конкуренции, сокращение капитальных затрат, изменения в руководстве, снижение стоимости капитала. Предпосылками для повышения итоговой доходности торговой идеи могут стать неблагоприятные экономические условия (включая динамику валютного курса), ужесточение регулирования, обострение конкуренции, рост капитальных затрат, изменения в руководстве или некомпетентность руководства, увеличение стоимости капитала.

ПОРТФЕЛЬ НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ АКЦИЙ

Методология

Портфель наиболее привлекательных акций (Портфель MLS – Most Liked Stocks Portfolio) формируется командой инвестиционной стратегии из числа акций, имеющих рекомендацию «ПОКУПАТЬ», присвоенную отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал. Главным критерием отбора является лучшее, по мнению команды инвестиционной стратегии, соотношение риск/доходность того или иного инструмента на горизонте следующих 12 месяцев, оцениваемое с учетом рассчитываемых на основе фундаментальных факторов прогнозных цен и ожидаемой полной доходности, которые публикуются отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал.

Включение акций компании в Портфель MLS соответствует инвестиционной рекомендации **«ЛУЧШЕ РЫНКА»**, что означает, что, по мнению команды инвестиционной стратегии, на горизонте 12 месяцев начиная с даты последнего пересмотра прогнозной цены полная доходность (Total Shareholder Return – TSR) данного инструмента превысит доходность рыночного индекса (такого как индекс РТС) или иного бенчмарка, определенного командой инвестиционной стратегии. Соответственно, при выборе инструментов для торговой идеи команда инвестиционной стратегии руководствуется не максимальной ожидаемой полной доходностью или максимальным потенциалом роста до прогнозной цены, а собственной оценкой потенциальных сценариев полной доходности того или иного инструмента.

Невключение в портфель акций, относящихся к тому же сектору и также имеющих рекомендацию «ПОКУПАТЬ», не должно расцениваться как косвенная инвестиционная рекомендация в их отношении. Все включаемые в портфель акции получают в нем такой же вес, как и уже присутствующие в нем инструменты, и, как следствие, динамика портфеля рассчитывается на равновзвешенной основе. Исключение акции из портфеля означает закрытие данной торговой идеи (см. раздел «Временные рамки» ниже) и не должно расцениваться как вынесение новой инвестиционной рекомендации в отношении данного инструмента.

При формировании портфеля команда инвестиционной стратегии принимает во внимание опубликованные данные и выводы, сделанные отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал (например, комментарии относительно появляющихся новостей, финансовые прогнозы и пр.), а также фундаментальные рекомендации, ожидаемую полную доходность и прогнозные цены, опубликованные отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал. При определении потенциальных сценариев полной доходности команда инвестиционной стратегии принимает во внимание и другие факторы, находящиеся за рамками отраслевого анализа данного инструмента, такие как разница в восприятии инвесторами привлекательности компании и сектора, с одной стороны, и рынка в целом – с другой; паттерны инвестиционных потоков; качество корпоративного управления данной компании в сравнении с другими компаниями; баланс рисков и другие.

Если прямо не указано иное, каждая конкретная рекомендация относится только к упоминаемым в ней акциям и не распространяется на другие инструменты или ценные бумаги того же эмитента или любого другого эмитента. По умолчанию все рекомендации публикуются на разовой основе и не предусматривают обязательного обновления или пересмотра.

Временные рамки

Закрытие торговой идеи происходит автоматически по истечении 12-месячного срока действия опубликованной прогнозной цены, либо при снижении отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал рекомендации по данному инструменту до «ДЕРЖАТЬ» или «ПРОДАВАТЬ» (либо при помещении ее на пересмотр). Кроме того, торговая идея может быть закрыта по решению команды инвестиционной стратегии до истечения срока действия прогнозной цены, в том числе и когда в отношении инструмента по-прежнему действует рекомендация «Покупать». По усмотрению команды инвестиционной стратегии акции исключаются из портфеля либо сразу после закрытия торговой идеи, либо в рамках следующей

ребалансировки портфеля (как правило, в пятницу с использованием цен закрытия четверга). После закрытия торговой идеи (исключения инструмента из портфеля) рекомендация и соответствующие прогнозы команды инвестиционной стратегии считаются утратившими силу. Закрытие торговой идеи само по себе не означает вынесения новой инвестиционной рекомендации по данной ценной бумаге. Информация о временных рамках действия всех торговых идей представлена в столбце «Период действия» таблицы «Инвестиционные рекомендации».

Факторы риска

Основными рисками с точки зрения рекомендации являются неблагоприятные экономические условия (включая динамику валютного курса), ужесточение регулирования, обострение конкуренции, рост капитальных затрат, изменения в руководстве или некомпетентность руководства, увеличение стоимости капитала. Предпосылками для повышения итоговой доходности торговой идеи могут стать улучшение экономических условий (включая динамику валютного курса) и регуляторной среды, снижение конкуренции, сокращение капитальных затрат, изменения в руководстве, снижение стоимости капитала.

В таблице ниже представлено распределение рекомендаций, вынесенных командой инвестиционной стратегии, в соответствии с требованиями FINRA к раскрытию информации о распределении инвестиционных рейтингов.

Распределение рекомендаций, вынесенных командой ВТБ Капитал по инвестиционной стратегии

Распределение инвестиционных рейтингов			Распределение рейтингов по компаниям, с которыми ВТБ Капитал находится в деловых отношениях		
Покупать	6	6%	Покупать	1	5%
Держать	121	94%	Держать	18	95%
Продавать	0	0%	Продавать	0	0%
	127			19	

Источник: ВТБ Капитал на основе данных по состоянию на 30 апреля 2020 г.

Рекомендации команды инвестиционной стратегии выносятся с учетом относительной привлекательности того или иного инструмента и в связи с этим не могут быть напрямую приравнены к категориям «ПОКУПАТЬ», «ДЕРЖАТЬ» или «ПРОДАВАТЬ». Как следствие, решение о покупке или продаже ценной бумаги должно приниматься инвесторами с учетом их собственных инвестиционных целей и только после оценки ожидаемой динамики данной ценной бумаги относительно других инструментов.

Для целей раскрытия информации о распределении инвестиционных рейтингов в соответствии с требованиями FINRA включение того или иного инструмента в Портфель LTI либо в Портфель MLS наиболее близко соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». Включение того или иного инструмента в Портфель STI наиболее близко соответствует рекомендации «ПРОДАВАТЬ». Невключение акций компаний, деятельность которых освещается отраслевыми аналитиками ВТБ Капитал, ни в один из трех портфелей означает, что команда инвестиционной стратегии придерживается «НЕЙТРАЛЬНОГО» взгляда на данный инструмент. Для целей раскрытия информации о распределении инвестиционных рейтингов в соответствии с требованиями FINRA это наиболее близко соответствует рекомендации «ДЕРЖАТЬ». Однако необходимо подчеркнуть, что команда инвестиционной стратегии не выносит инвестиционные рекомендации в отношении таких акций.

Список инвестиционных рекомендаций, вынесенных командой инвестиционной стратегии, и необходимое раскрытие информации доступны по ссылке: <https://www.vtbcapital.com/about/information-disclosure/investment-recommendations/>

Аналитический отдел ВТБ Капитал

Москва	Лондон
Тел.: +7 495 660 4253 research@vtbcapital.com	Тел.: +44 (0) 20 3334 8557 research@vtbcapital.com

Офисы ВТБ Капитал

АО ВТБ Капитал	VTB Capital plc	VTB Capital plc
123100, Россия, Москва Пресненская наб., д. 12 Башня Запад Комплекс Федерация Тел.: +7 495 960 9999 www.vtbcapital.com	14 Cornhill London EC3V 3ND Тел.: +44 (0) 20 3334 8000 Факс: +44 (0) 20 3334 8900 www.vtbcapital.com	9 Battery Road #27-01 Straits Trading Building Singapore 049910 Тел.: +65 6220 9422 Факс: +65 6225 0140 www.vtbcapital.com
VTB Capital Hong Kong Limited		
Unit 2301, 23/F Cheung Kong Center 2 Queen's Road Central Hong Kong Тел.: +852 3195 3688 Факс: +852 3195 3699 www.vtbcapital.com		

Структуры Группы ВТБ находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических материалах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего материала. При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим материалом.

ВТБ Капитал не является инвестиционным советником и не осуществляет инвестиционное консультирование или предоставление индивидуальных инвестиционных рекомендаций получателям или любым другим лицам в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ (с изменениями и дополнениями).

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассцениваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом материале, ни любая другая информация, касающаяся темы данного материала, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем материале, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые Группа ВТБ считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий материал, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом материале. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем материале. Любая информация, содержащаяся в настоящем материале, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического материала или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в материале фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно пригодности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем материале, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический материал предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с применимым законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический материал не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического материала строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (включая, помимо прочего, лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического материала) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем материале, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не согласующейся с данными настоящего аналитического материала, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в роли директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или соменеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем материале, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем материале. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического материала. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащейся в настоящем материале, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий материал, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, деноминированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном материале, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиций. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем материале, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического материала, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом материале. Принятие данного аналитического материала подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В **России** публикация настоящего аналитического материала ВТБ Капитал утверждается и/или осуществляется АО ВТБ Капитал, являющимся профессиональным участником рынка ценных бумаг, деятельность которого регулируется Банком России.

В **Великобритании** публикация настоящего материала утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация материала осуществляется в соответствии с положениями Управления по контролю за соблюдением норм поведения на финансовых рынках (Financial Conduct Authority, FCA) и Управления пруденциального надзора (Prudential Regulation Authority, PRA) с санкции последнего. Настоящий материал предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FCA как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

Настоящий аналитический материал предназначен для распространения VTB Capital plc в **Сингапуре** исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), профессиональных инвесторов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или непрямого распространения среди иных лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим материалом, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital plc. Деятельность сингапурского отделения VTB Capital plc регулируется Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore).

Данный аналитический материал распространяется в **Гонконге** VTB Capital Hong Kong Limited, лицензированной корпорацией (per. №: AXF967), Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Hong Kong Securities and Futures Commission) только среди профессиональных инвесторов (professional investors) в соответствии с определением в Постановлении и нормативных актах Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга.

Важная информация о потенциальном конфликте интересов, а также история присвоения рейтингов по акциям в отношении компаний, являющихся предметом настоящего аналитического материала, доступна по ссылке: <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx>; также вы можете получить ее, обратившись к вашему контактному лицу в Аналитическом департаменте ВТБ Капитал.

© 2020 ВТБ Капитал. Все права защищены. Пожалуйста, указывайте ссылку на источник при цитировании.