

СТРАТЕГИЯ – 2024

В поисках точки входа

Несмотря на наличие привлекательной альтернативы в виде депозитов и облигаций, мы ожидаем продолжения роста российского рынка акций как защитного механизма от высокой инфляции и обесценения рубля. Доходность индекса ММВБ до конца 2024 г. может составить 25% (без учета дивидендной доходности в 10%). При этом мы ожидаем структурного изменения в топ-пиках на 1П24 и на 2П24 на фоне снижения инфляции и смягчения монетарной политики. В данном отчете мы также представляем портфель акций, который будет ребалансироваться нами в зависимости от ситуации на рынке.

Риск сохранения высокой инфляции при жесткой монетарной политике ограничивает потенциал роста акций в 1К24

В нашем базовом сценарии высокая инфляция сохранится как минимум до конца 1П24. Ее пик будет пройден в апреле (8,3% г/г), тогда же стоит ожидать начала смягчения политики ЦБ. Возвращения ставки к 10% мы ожидаем не ранее декабря. Обязательства по продаже валютной выручки лишь кратковременно поддержат курс рубля в 1К24, тогда как к концу 2024 г. стоит ожидать его ослабления до уровня 95/долл. В такой ситуации мы полагаем, что в 1К24 сохранится приток средств в фонды денежного рынка, который заметно увеличился с августа 2023 г., а рынок акций будет находиться под давлением. Лучшее рынка, по нашим прогнозам, покажут себя сектора, предоставляющие защиту от инфляции: розница и недвижимость. В этих секторах **нашими топ-пиками на 1К24** являются **Магнит, Х5 и Самолет**.

Рекордная дивидендная масса 2024 г. поддержит рынок в 3К24

В 2024 г. суммарные дивидендные выплаты увеличатся на 96% г/г до 5,1 трлн руб. за счет роста прибылей экспортеров и возобновления выплат рядом компаний. Основная масса выплат на акции в свободном обращении придется на 3К24 (879 млрд руб.), что вместе с ожидаемым снижением процентных ставок привлечет инвесторов на рынок акций. Поддерживающий эффект реинвестирования продлится в 3-4К24. В период с 3К24 мы выделяем акции с высокой дивидендной доходностью: **ЛУКОЙЛ (див. доходность – 16%), Татнефть (14%), Транснефть (13%)** и акции крупнейший сталелитейных компаний, которые, вероятно, возобновят дивидендные выплаты в размере своего СДП по итогам 2023 г. – **Северсталь (13%) и ММК (9%)**, а также могут сделать дополнительные выплаты, отталкиваясь от своей чистой денежной позиции, превышающей 10% рыночной капитализации.

Нефтяные компании сократят разрыв в дивидендных доходностях, и потенциал роста добычи будет играть более важную роль

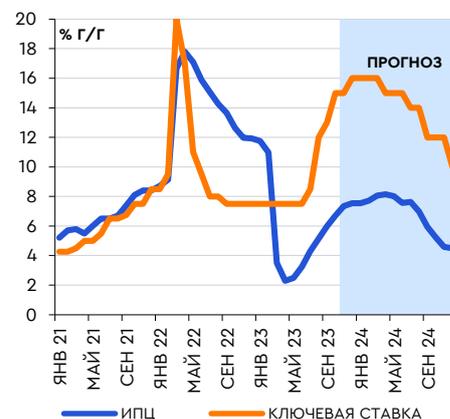
В 2024 г. финансовые показатели нефтегазовых компаний несколько улучшатся за счет слабого рубля и снижения дисконтов на российские сорта нефти. Важным мы считаем сокращение разрыва в дивидендных доходностях компаний сектора, что вновь может привлечь внимание к акциям Роснефти. Мы полагаем, что фактор высокой ставки будет оказывать давление на акции компании лишь в 1К24. Тогда как при смягчении политики ЦБ с 2К24 акции Роснефти могут быть одними из самых интересных в секторе на фоне высокой доходности свободного денежного потока и предстоящего запуска проекта «Восток Ойл». В нефтегазовом секторе мы выделяем акции **Роснефти, Татнефти, ЛУКОЙЛа и Транснефти**.

Топ-пики на 2024 г.: баланс внутренних историй и экспортеров

В начале 2024 г. мы предпочитаем бумаги с инфляционной защитой, а затем переход в акции бенефициаров от ослабления рубля с высокой дивидендной доходностью. Со второй половины года мы отдаем предпочтение бумагам с потенциалом роста операционных показателей. **Наши фавориты: Магнит, Х5, Самолет, Роснефть, ЛУКОЙЛ, Татнефть, Транснефть, Северсталь, ММК, Астра и ЦИАН**.

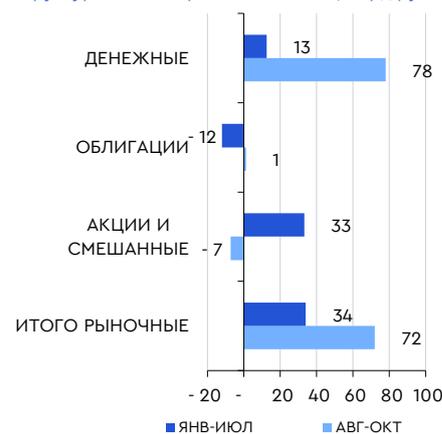
Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Ограничить инфляцию может более жесткая ДКП



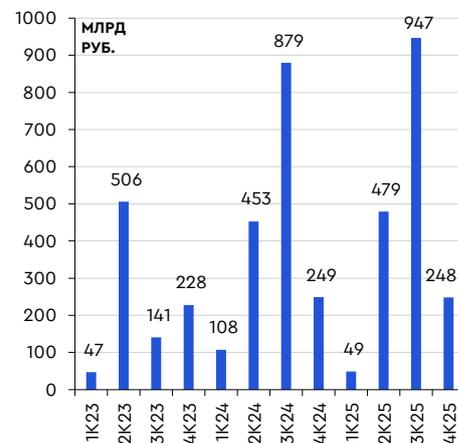
Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

Структура чистых притоков в ПИФы, млрд руб.



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

Дивидендная масса, выплачиваемая в рынок



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ НА 2024 ГОД

Модельный портфель: структура и обоснование

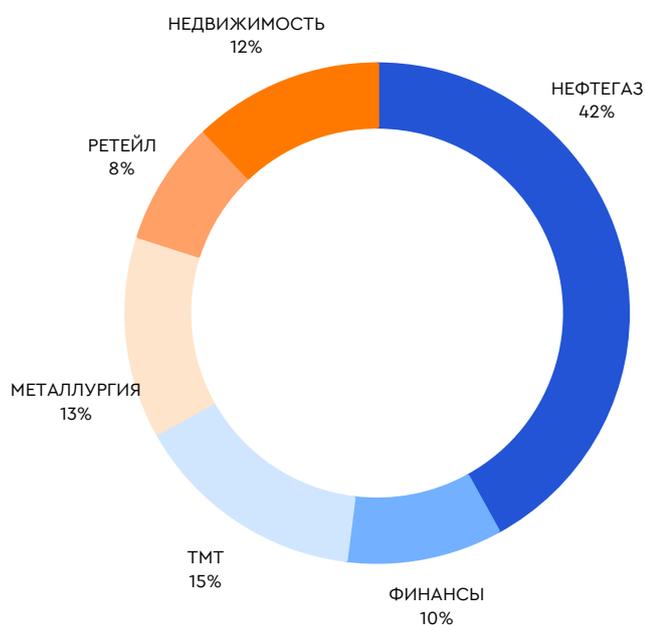
Данный отчет дает начало нашему модельному портфелю акций, который включает наиболее перспективные бумаги по соотношению риска и доходности. При отборе акций в модельный портфель мы учитываем следующие параметры:

- потенциальная доходность акций за следующие 12 месяцев;
- дисперсия дневных доходностей и ковариация с доходностями других акций портфеля;
- стабильность выплаты дивидендов;
- дивидендная доходность акций на следующие 12 месяцев;
- предпочитаемые аналитиками акции на основе экспертной оценки.

Для определения весов акций в портфеле мы учитывали дисперсию однодневных доходностей акций за последний год, ожидаемую доходность на следующие 12 месяцев и коэффициенты ковариации между доходностями акций. Мы распределили акции на три группы в зависимости от ожидаемой доходности для уменьшения разброса индивидуальных оценок: с ожидаемой доходностью ниже рынка, на уровне рынка и выше рынка. По первой группе ожидаемая доходность составляет 15%, по второй – 25% и по третьей – 35%.

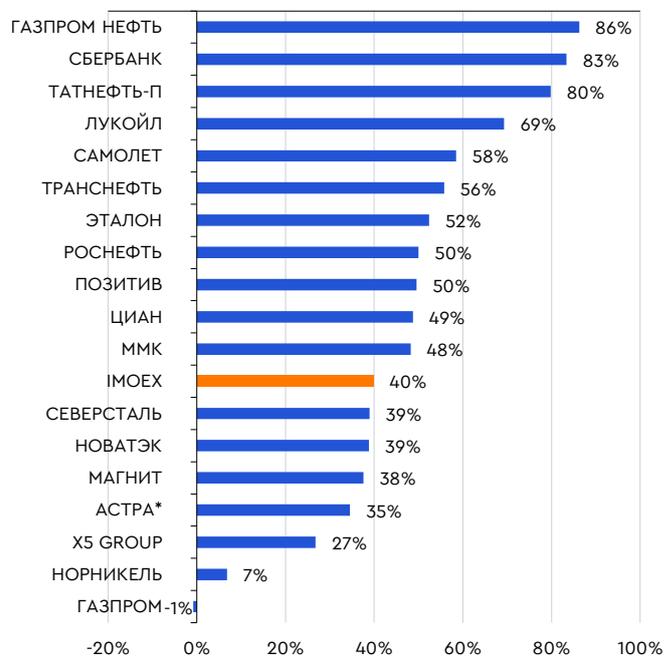
Веса подбирались так, чтобы больший вес получали акции с большей ожидаемой доходностью (из более высокой группы), меньшей дисперсией и более низкой корреляцией с остальными бумагами портфеля. По нашему портфелю мы ожидаем среднюю доходность за следующие 12М на уровне 29%, стандартное отклонение в 13,3% (соответствующее стандартному отклонению дневных доходностей в 0,8%) и дивидендную доходность на уровне 10%.

Структура модельного портфеля



Источник: оценки Газпромбанка

Доходность акций в портфеле с начала года



* по Астре доходность с цены IPO

Источник: оценки Газпромбанка

Модельный портфель Газпромбанка на 2024

БУМАГА	ВЕС В ПОРТФЕЛЕ	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ (12 МЕС.)	P/E 24П	ЦЕНА ЗАКРЫТИЯ*	МАКС ПРОСАДКА**	БЕТА	СТ. ОТКЛ. 1Г***
Астра	7%	1,5%	12,7x	448	2,90%	0,75	1,7%
ЛУКОЙЛ	7%	16%	4,0x	7 003	4,11%	1,05	1,4%
Роснефть	5%	12%	4,2x	552,7	3,90%	0,92	1,3%
Газпром	4%	12%	4,5x	162,5	3,30%	0,85	1,0%
Газпром нефть	6%	13%	5,1x	850,9	5,11%	0,85	1,6%
Татнефть-п	8%	14%	0,3x	620	4,95%	0,80	1,1%
Транснефть	7%	13%	0,9x	136 450	5,30%	0,83	1,7%
НОВАТЭК	5%	5%	9,0x	1 495	2,40%	0,92	1,2%
Циан	3%	0%	12,1x	555	7%	1,31	2,4%
Северсталь	6%	13%	5,3x	1 245	3,90%	1,04	1,5%
Норникель	3%	7%	7,2x	16 528	4,50%	0,84	1,1%
Эталон	6%	13%	4,0x	71,76	7%	1,16	2,2%
X5 Group	4%	10%	5,1x	1 914	5,10%	1,12	1,7%
Магнит	4%	16%	9,3x	6 022	8,80%	0,98	1,6%
Самолет	6%	0%	6,8x	3 842	4,90%	0,85	1,7%
Сбербанк****	10%	14%	3,7x	257,6	6,23%	1,16	1,4%
ММК	4%	9%	5,7x	50	3,60%	0,92	1,4%
Позитив	5%	5%	6,7x	1 900	6,30%	0,72	1,6%

* цены указаны на закрытие 12.12.2023.

** максимальное снижение дневных доходностей за год, исключая просадки после див.

*** стандартное отклонение дневных доходностей за год, без учета див.

**** согласно консенсус-прогнозу СПБМТСБ

Источник: данные Мосбиржи, данные компаний, оценки Газпромбанка

ДИВИДЕНДЫ: ОЖИДАЕМ НОВОГО РЕКОРДА В 2024 ГОДУ

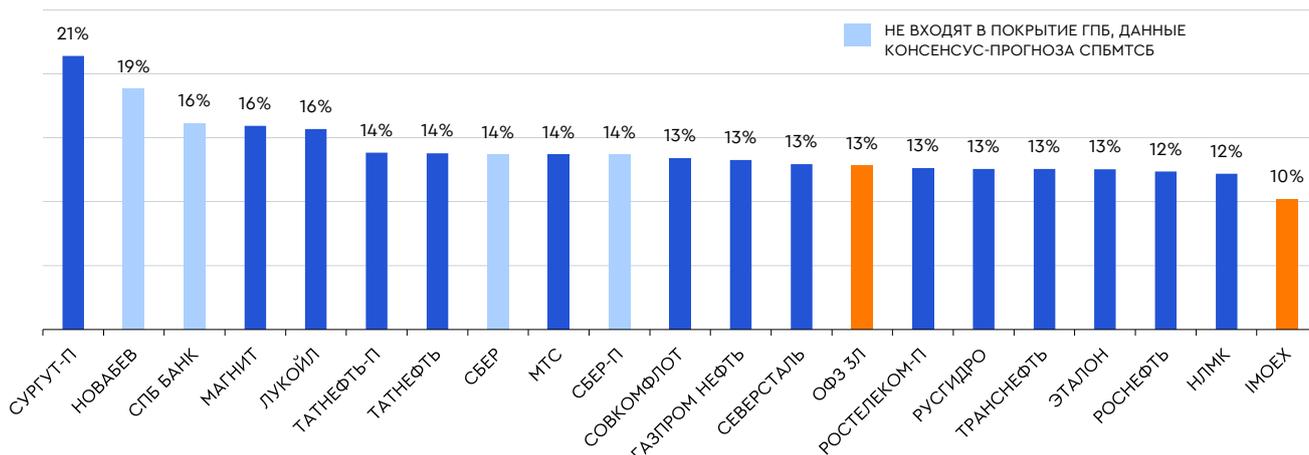
Дивидендные выплаты в рынок составят 3,5% капитализации IMOEX

По нашим оценкам, внутри 2024 г. суммарные дивидендные выплаты вырастут на 96% г/г до 5,1 трлн руб. по сравнению с 2,6 трлн руб. в 2023 г. Это произойдет главным образом за счет увеличения прибылей экспортеров из-за подешевевшего рубля, а также возобновления выплат металлургами. Фаворитом останется нефтегазовый сектор с выплатами в размере 3,1 трлн руб. по сравнению с 1,7 трлн руб. в 2023 г. Бустером выступит не только ослабление российской валюты, но и выплата Газпромом дивидендов по итогам 2023 г., тогда как дивиденды за 2022 г. были выплачены внутри 2022 г. как промежуточные. Потребительский сектор также вернется к выплатам в 2024 г. после редомициляции ключевых компаний (X5 Group, РусАгро) и переизбрания СД Магнита.

Дивидендная доходность Индекса Мосбиржи составит 10,2%

В следующие 12 месяцев доходность традиционных дивидендных историй в среднем будет сопоставима с текущей доходностью ОФЗ. В среднем дивидендная доходность Индекса Мосбиржи на следующие 12 месяцев составит 10,2%. В такой ситуации мы предпочитаем экспортеров, которые позволят получить дополнительную доходность за счет ослабления рубля, и акции с потенциалом роста доли отчислений на дивиденды от чистой прибыли.

Потенциальная дивидендная доходность на следующие 12М



Источник: консенсус СПБМТСБ, оценки Газпромбанка

Дивиденды как альтернатива вкладам и облигациям

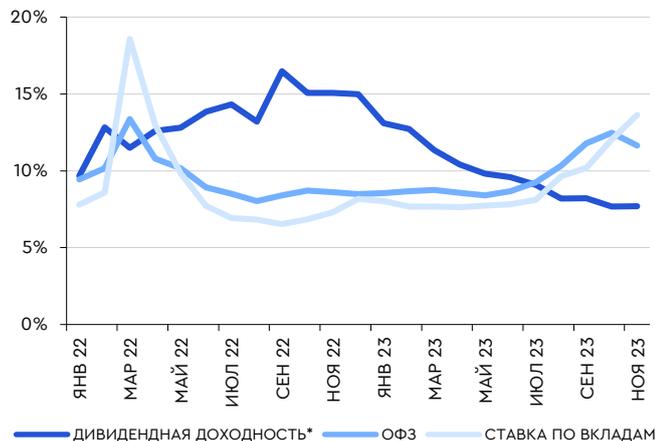
В последние месяцы 75–80% объема торгов на российском рынке акций приходилось на физических лиц. Существенного изменения этой доли мы не ожидаем до тех пор, пока у нерезидентов из «недружественных» стран не появится доступ к торгам. Полагаем, что дивидендные истории будут привлекать высокое внимание инвесторов, так как многие физические лица рассматривают инвестирование в фондовый рынок как альтернативу банковским вкладам.

Уже в 2К23, в соответствии с данными ЦБ, резко возросла доля банковских депозитов в структуре сбережений домохозяйств (72%). Вследствие нескольких повышений ключевой ставки с июля по сентябрь и одновременного роста цен акций (что снижает дивидендную доходность) вклады и ОФЗ стали привлекательней дивидендной доходности по российскому рынку. Такая ситуация, по нашему мнению, будет сохраняться до середины 2024 г. Поэтому выбор отдельных историй на фондовом рынке становится еще более актуальным.

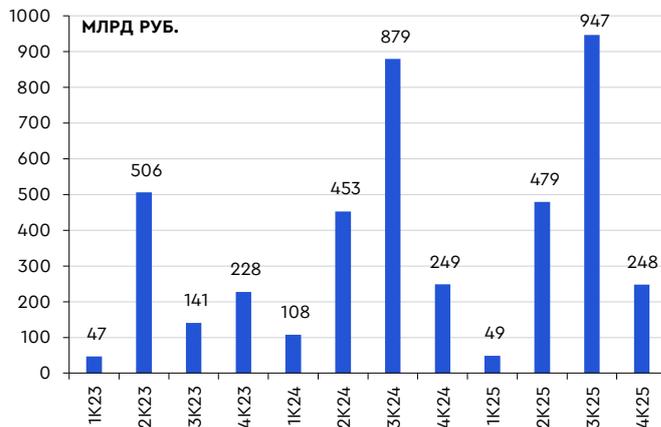
Эффект реинвестирования

После ухода с российского рынка «недружественных» нерезидентов объемы торгов акциями резко сократились. В декабре 2021 г. среднесуточный оборот на Мосбирже составлял 130 млрд руб., а в 2022 г. – 35 млрд руб. В 2023 г. происходит постепенное восстановление, и за 9М23 средний оборот составил 87 млрд руб. в день.

Выплата дивидендов и их последующее реинвестирование оказывают заметное влияние на ликвидность рынка и укрепляют доверие инвесторов к эмитентам. Из 2,6 трлн руб., выплаченных в 2023 г., более 920 млрд руб. приходится на акции в свободном обращении, владельцы которых могут реинвестировать дивиденды. Особенно выражено эффект от реинвестирования был замечен в 3К23 после зачисления на счета инвесторов крупных выплат от ЛУКОЙЛа и Роснефти. С учетом заметного роста дивидендов мы ожидаем, что их реинвестирование станет одним из важных драйверов роста рынка акций в 2024 и 2025 гг.

Сравнение доходности вкладов, ОФЗ и дивидендных акций, 2023


* по акциям компаний из индекса Мосбиржи, которые выплатили дивиденды
 Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

Дивидендная масса, выплачиваемая в рынок


Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

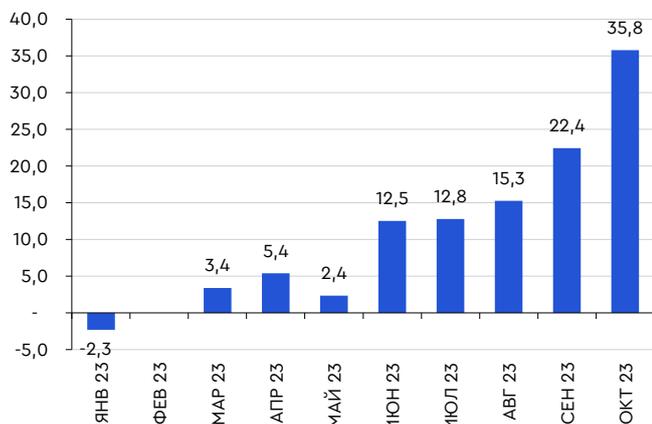
Переток из фондов денежного рынка поддержит рынок акций в 2П24

С марта этого года чистый приток в розничные ПИФы увеличивался и в октябре составил почти 36 млрд руб., восстановившись до декабрьских значений 2021 года.

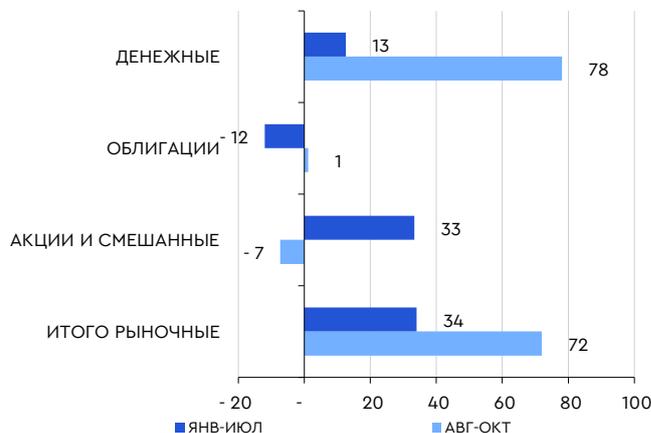
Однако его структура заметно изменилась. Если в 2021 г. основной приток приходился на индексные ПИФы и ПИФы акций, сейчас почти весь он обусловлен денежными фондами, в т.ч. фондами ликвидности. С начала года стоимость чистых активов фондов денежного рынка увеличилась в 7,6 раз – с 19 до 145 млрд руб.

Чистый приток в фонды денежного рынка заметно увеличился с августа этого года после резкого повышения ключевой ставки до 12%. Если основной приток до августа приходился на фонды акций и смешанные (по типу инструментов), то после августа весь рост пришелся исключительно на фонды денежного рынка при оттоке из фондов другого типа.

При снижении ключевой ставки вероятен переток значительной части средств из фондов денежного рынка на рынок акций. Мы полагаем, что этот процесс может начаться в 2П24, по мере снижения ключевой ставки.

Чистый приток в розничные ПИФы, итого по всем типам, млрд руб.


Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

Структура чистых притоков в ПИФы, млрд руб.


Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

ЕДИНСТВО В РЕШЕНИЯХ ОПЕК+ ОПРЕДЕЛИТ ЦЕНЫ НЕФТИ

В 2024 г. ОПЕК+ продолжит придерживаться политики ограничений добычи нефти для сохранения рыночного баланса. Китай и Индия нарастят потребление нефти, а Европу ожидает долгий путь восстановления потребления после пандемии и спада экономической активности в 2023 г.

Андрей Полищук
Andrey.Polischuk@gazprombank.ru

Артем Вышковский
Artem.Vyshkovskiy@gazprombank.ru

По итогам 2023 г. Европа станет единственным крупным регионом, где будет зафиксировано падение потребления нефти – на 90 тыс. барр./сут. до 13,41 млн барр./сут., согласно последним отчетам ОПЕК. В 2024 г. стабильный рост потребления нефти покажут Китай (+3,6% г/г до 16,7 млн барр./сут.) и Индия (+4% г/г до 5,6 млн барр./сут.).

Цены на нефть и спреды

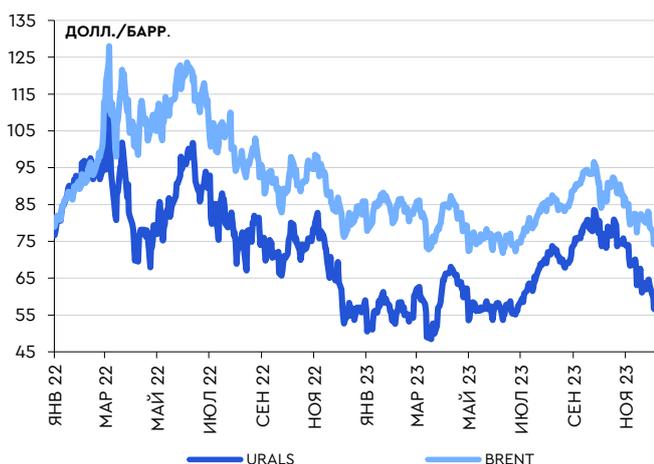
Мы обновили наши прогнозы по ценам на нефть с учетом последних изменений в глобальной экономике и на мировом рынке. Полагаем, что нефтяные цены в следующем году будут ниже уровней текущего года, а средняя цена Brent в 2024 г. составит 79 долл./барр. В последующие годы мы также ожидаем снижения цен.

Предпосылки к удорожанию нефти сохраняются: рост мирового потребления, дальнейшие сокращения добычи странами ОПЕК+, в частности Саудовской Аравией и Россией, возможные всплески геополитической напряженности на Ближнем Востоке, способные привести к перебоям в поставках. Однако мы ожидаем доминирования факторов снижения цен: замедление экономического роста Китая, одного из важнейших потребителей нефти, сдержанные темпы восстановления резервов США, спад промышленной активности в Европе, который может продолжиться в следующем году, несмотря на прогнозы ОПЕК.

Решения по сокращению добычи, принятые странами ОПЕК+, окажут определенную поддержку ценам в 1К24, однако затем мы ожидаем постепенного их снижения.

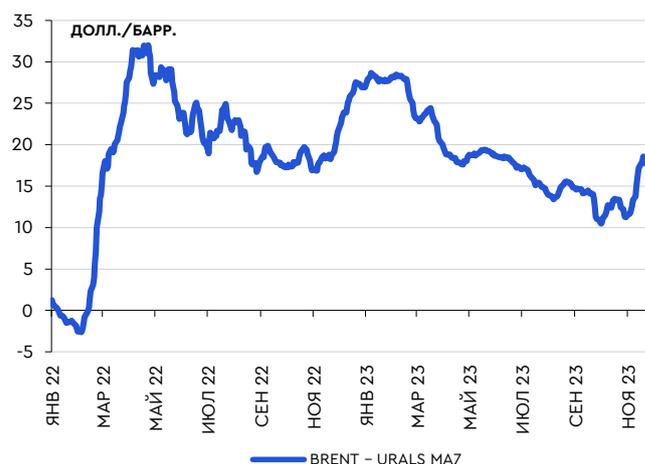
К концу 2023 г. дисконт нефти Urals к Brent существенно сократился. По нашим оценкам, в начале 2023 г. он в среднем составлял около 28 долл./барр., тогда как к началу декабря опустился до 15 долл./барр. Мы не ожидаем дисконта ниже 11 долл./барр. в следующем году, поскольку российским экспортерам необходимо обладать конкурентным преимуществом на азиатском рынке сбыта.

Динамика цен на нефть марок Brent и Urals



Источник: открытые источники, оценка Газпромбанка

Динамика спредов цен на нефть марки Brent к Urals



Источник: открытые источники, оценка Газпромбанка

Прогноз цен на нефть, долл./барр.

	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Цена Brent	100,0	82,6	79,0	77,0	73,0
Цена Urals	80,3	64,5	68,0	67,0	66,0
Дисконт Urals к Brent	-19,7	-18,2	-11,0	-10,0	-7,0

Источник: открытые источники, расчеты Газпромбанка

ЭКОНОМИКА РОССИИ В 2024 ГОДУ

Внешний сектор

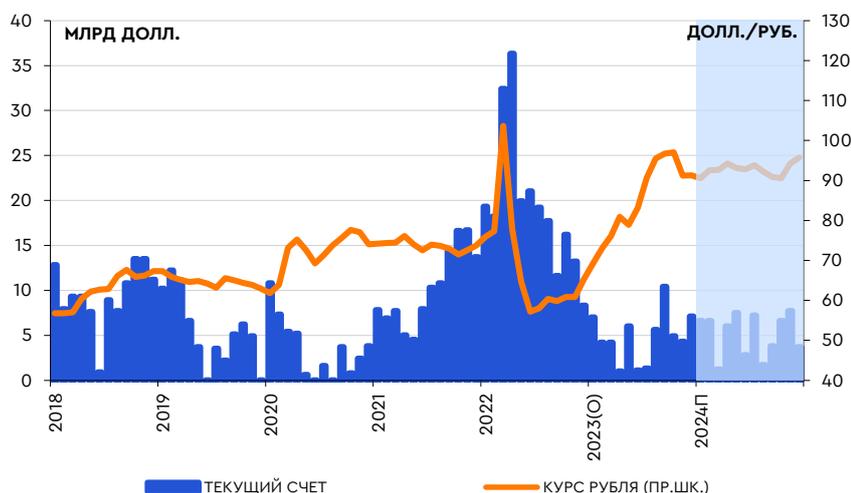
Павел Бирюков

Pavel.Biryukov@gazprombank.ru

Профицит текущего счета сожмется, но останется высоким. Коррекция цены нефти и восстановление импорта объясняют сжатие профицита текущего счета с 237 млрд долл. в 2022 г. до 58 млрд долл. в 2023 г. и 60–65 млрд долл. в 2024 г. Отметим, что эти уровни будут примерно соответствовать средним значениям за 2015–2019 гг. (60,7 млрд долл.).

Несмотря на сохранение высокого профицита текущего счета, ослабление рубля было спровоцировано значительным оттоком капитала. Если в 2022 г. из 237 млрд долл. профицита текущего счета на погашение внешних обязательств было направлено 126 млрд долл., то в 2023 г. из 58 млрд долл. профицита надо профинансировать сопоставимую величину погашения обязательств. В 2024 г. ситуация станет менее напряженной: необходимость погашения долга может составить около 50 млрд долл. из профицита в 60–65 млрд долл. Кроме того, продолжение операций ЦБ по продаже валюты в рамках бюджетного правила может оказать дополнительную поддержку платежному балансу. **В этих условиях мы ожидаем, что рубль по итогам 2023 г. ослабнет до 91/долл., а по итогам 2024 г. – до 95/долл.**

Профицит текущего счета и курс рубля



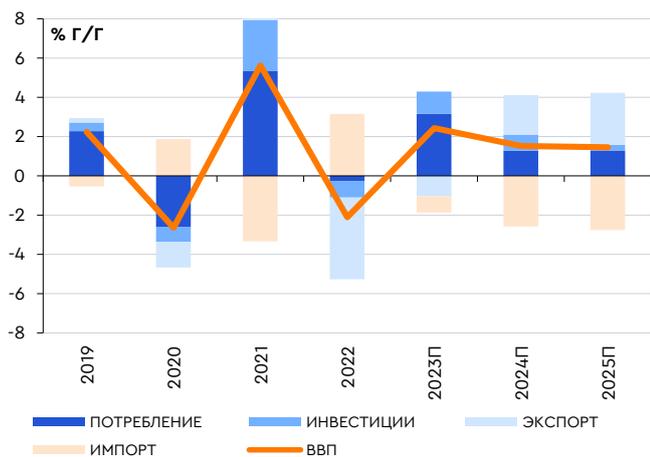
Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

Реальный сектор

Сейчас – быстрое восстановление экономики. В 2023 г. экономика более чем компенсирует спад 2022 года. Если в период рецессии состояние экономики поддерживалось за счет возросших госрасходов, то в текущем году на выручку пришло восстановление частного внутреннего спроса: волны ослабления рубля спровоцировали всплески потребительской активности.

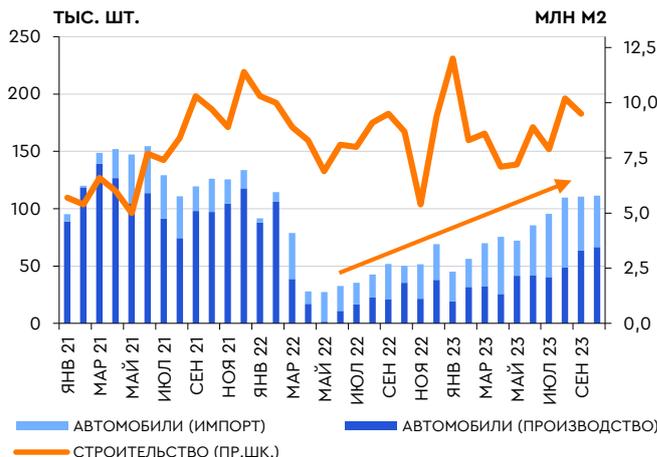
В будущем – замедление роста. В 2024 г. ужесточение политики ЦБ отразится на динамике потребления: оно замедлится до 0,9% с 6,9% г/г в текущем году. В отсутствие поддержки внутреннего спроса рост экономики будет опираться на сдержанное восстановление экспорта и ограничится 1,5% г/г.

Вклады в изменение ВВП



Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

Строительство и автомобили



Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

Инфляция и монетарный сектор

В текущем году восстановление спроса оказалось сильнее ожиданий благодаря быстрому ослаблению рубля. В 2023 г. можно выделить три волны ускорения потребления, причем последняя началась после того, как рубль достиг рекордной для года отметки в 102,3/долл. на пике 9 октября. Реализовавшееся повышение ставки (вдвое с начала лета до 15%) и быстрое укрепление рубля (на 16,6% к концу ноября) пока лишь ограниченно влияют на динамику возросшей потребительской активности. Ключевой причиной, по которой домохозяйства продолжают наращивать сбережения и увеличивать потребление, остается перегретый рынок труда.

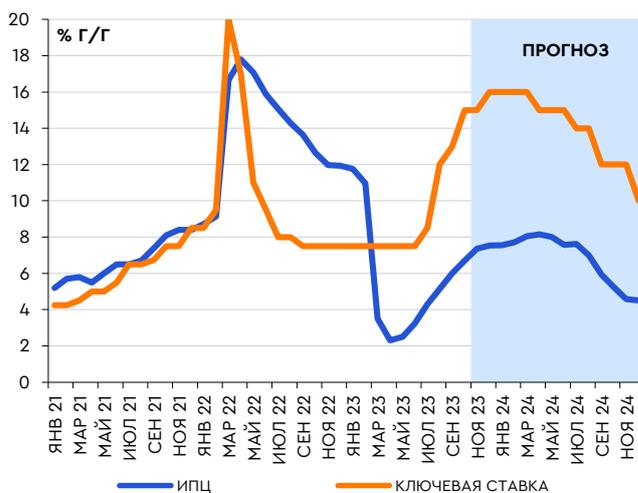
Причиной роста инфляционного давления стал всплеск потребительской активности при слабом предложении. Предложение в экономике восстановилось недостаточно. Например, наиболее пострадавшая отрасль – автопром – до сих пор производит на 65% меньше, чем в 2021 г. В этих условиях рост спроса стал причиной разгона инфляции: осенью ИПЦ в терминах 12-месячных значений с поправкой на сезонность достиг 14,4%, а фактическая инфляция – 7,5% г/г по итогам ноября. По нашим оценкам, в декабре инфляция составит 7,5% г/г и достигнет пика в 8,3% в апреле 2024 г. После этого, благодаря жесткой монетарной политике и эффекту базы, инфляция пойдет на убыль и завершит следующий год на уровне 4,6%.

К концу года потребление снова ускорилось



Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

Ограничить ускорение инфляции может более жесткая ДКП



Источник: ЦБ РФ, оценки Газпромбанка

НЕФТЬ И ГАЗ: НЕФТЯНЫЕ ТАНКЕРЫ НЕ ОСТАНОВИТЬ

В нефтегазовом секторе мы считаем акции нефтяных компаний предпочтительнее акций газового сегмента на фоне высоких цен на нефть и нефтепродукты. Мы считаем, что в 2024 г., кроме дивидендных выплат, стоит сфокусироваться на компаниях с потенциалом роста добычи. В нефтяном сегменте мы выделяем акции Татнефти и Роснефти, тогда как в газовом секторе – Газпром из-за низкой оценки рынком по сравнению с НОВАТЭКом, который уже продемонстрировал существенный рост стоимости в 2023 г. Мы также отдаем предпочтение акциям Транснефти, у которых сохраняется потенциал к повышению дивидендных отчислений.

Акции сектора предлагают высокую дивидендную доходность

В 2024 г. нефтяные компании продемонстрируют небольшое повышение финансовых показателей главным образом за счет более слабого курса. Мы также ожидаем увеличения дивидендных отчислений от большинства игроков рынка. Полагаем, что Татнефть и ЛУКОЙЛ смогут предложить самые высокие доходности в отрасли. При этом мы выделяем Татнефть, которая обладает наибольшим потенциалом роста дивидендов за счет возможного перехода на выплату 100% свободного денежного потока по году. Тем не менее мы пока консервативно оцениваем выплаты Татнефти на уровне 89,9 руб./акц. по итогам 2024 г. ЛУКОЙЛ в свою очередь сможет предложить дивиденд на уровне 1 167 руб./акц.

Роснефть закрепит сильные результаты 2023 г.

Несмотря на рост процентных расходов на фоне повышения ставки ЦБ, мы хотим выделить акции Роснефти как одни из самых перспективных на горизонте 2024 г. Мы хотим обратить внимание на чрезвычайно сильные результаты компании по итогам 3К23, которые, как мы полагаем, были недооценены рынком. Так, расчетная EBITDA 3К23 составила 1 002 млрд руб. (против консенсуса в 873 млрд руб.; +15%), чистая прибыль – 419 млрд руб. (консенсус – 397; +5%). Расчетный дивиденд за 3К23 мог бы составить 19,8 руб./акц. Стоит отметить существенный свободный денежный поток в размере 1 037 млрд руб. Мы ожидаем, что в 2024 г. EBITDA Роснефти превысит 3 300 млрд руб. При этом компания предложит дивидендную доходность на уровне, сопоставимом с инструментами рынка фиксированной доходности. Так, мы ожидаем, что Роснефть выплатит 65,2 руб./акц. по итогам 2024 г.

Транснефть – низкие мультипликаторы с потенциалом роста дивидендов

Транснефть, по нашему мнению, вышла на новый уровень дивидендных выплат и будет как минимум его поддерживать. Так, мы ожидаем, что по итогам 2023 г. дивиденд составит 17 145 руб./акц. при выплатах 50% от чистой прибыли. В 1К24 котировки могут получить поддержку за счет предстоящего сплита акций компании. Мы также хотим напомнить, что, помимо решения о сплите, с правительством обсуждаются и другие инициативы по повышению привлекательности акций Транснефти. Мы не исключаем, что Транснефть может рассмотреть выплату промежуточных дивидендов и в целом повысить процент выплат из чистой прибыли.

Сводная таблица рекомендаций по компаниям нефтегазового сектора

КОМПАНИЯ	РЕКОМЕНДАЦИЯ	ЦЕНА, РУБ.	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, РУБ.	ПОТЕНЦИАЛ РОСТА/(ПАДЕНИЯ)	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ, СЛ. 12М
Газпром	ПОКУПАТЬ	163	190	17%	12%
НОВАТЭК	ДЕРЖАТЬ	1 495	1 650	10%	5%
Роснефть	ПОКУПАТЬ	553	710	28%	12%
Транснефть (прив.)	ПОКУПАТЬ	136 450	185 000	36%	13%
ЛУКОЙЛ	ПОКУПАТЬ	7 003	9 200	31%	16%
Газпром нефть	ДЕРЖАТЬ	851	950	12%	13%
Сургутнефтегаз (обыкн. акции)	ДЕРЖАТЬ	27	32	19%	3%
Сургутнефтегаз (прив. акции)	ДЕРЖАТЬ	54	56	4%	21%
Татнефть (обыкн. акции)	ПОКУПАТЬ	622	800	29%	14%
Татнефть (прив. акции)	ПОКУПАТЬ	620	800	29%	14%

Источник: расчеты Газпромбанка

НЕДВИЖИМОСТЬ: ПОД ЗНАКОМ ТУРБУЛЕНТНОСТИ

В 2023 г. сектор жилищного строительства попал под влияние сильных макротрендов, которые в конечном итоге оказались позитивны для первичного рынка недвижимости. В свете завершения госпрограммы льготной ипотеки 1 июля 2024 г. мы ожидаем сохранения повышенного спроса на жилье эконом- и комфорт-класса в 1П24. Завершение стандартной программы господдержки ипотеки при расширении адресных программ (семейная, социальная) будет оказывать смешанное влияние на рынок в 2П24. Мы полагаем, что в выигрыше останутся девелоперы с растущим портфелем активных проектов, такие как Самолет, Эталон и ЛСР.

Марат Ибрагимов

Marat.Ibragimov@gazprombank.ru

В условиях сильной макротурбулентности

В 2023 г. сектор жилищного строительства попал под влияние достаточно сильных и разнонаправленных макроэкономических трендов. С одной стороны, на фоне нестабильности мировых товарных рынков и введенных внешнеторговых ограничений, сильно возросла волатильность валютного курса. С другой, из-за ослабления рубля и роста потребительского спроса ускорилась инфляция, что вынудило Банк России начать ужесточение денежно-кредитной политики и поднять ключевую ставку с 7,5% в июле до 15,0% в октябре. Рост ключевой ставки привел к повышению ставок по депозитам – максимальная ставка по рублевым вкладам топ-10 банков увеличилась с 7,8% в июле до 11,4% в октябре, а также по ипотечным кредитам – средняя коммерческая ставка кредита на покупку жилья на первичном рынке топ-20 ипотечных банков составила в октябре 14,4% против 11,1% в июле. В то время как рост депозитных ставок повысил привлекательность банковских депозитов для населения, оттянув часть платежеспособного спроса с рынка жилой недвижимости, увеличение рыночных процентных ставок по ипотечным жилищным кредитам привело к перетоку части потребительского спроса с вторичного рынка недвижимости на первичный, где подавляющая часть жилья реализуется с использованием госпрограмм субсидирования ипотеки.

Предпочитаем растущие истории – Самолет, Эталон, ЛСР

Самолет, Эталон и ЛСР увеличили свои портфели проектов за счет объема предложения жилья и, как следствие, демонстрируют впечатляющие темпы роста продаж недвижимости. За 9М23 Самолет увеличил продажи недвижимости в деньгах на 32% г/г, Эталон – на 62% г/г, ЛСР – на 127% г/г.

Скорое завершение действия господдержки ипотеки будет поддерживать спрос

Стандартная программа господдержки ипотеки действует до 1 июля 2024 г., и пока нет оснований ожидать, что правительство продлит ее действие. Между тем в условиях увеличения разрыва между рыночной и субсидированной ипотечной ставкой (с 3,4 п.п. в начале года до 6,4 п.п. в конце) привлекательность субсидированной ипотеки существенно повысилась. В этом контексте мы ожидаем, что как минимум до середины 2024 г. на первичном рынке недвижимости будет наблюдаться повышенный спрос, в том числе за счет перетока части спроса с вторичного рынка недвижимости.

Сводная таблица рекомендаций по компаниям сектора «Недвижимость»

КОМПАНИЯ	РЕКОМЕНДАЦИЯ	ЦЕНА, РУБ.	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, РУБ.	ПОТЕНЦИАЛ РОСТА/(ПАДЕНИЯ)	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ, СЛ. 12М
ПИК	ДЕРЖАТЬ	664	800	20%	3%
Самолет	ПОКУПАТЬ	3 831	5 200	36%	4%
Эталон	ПОКУПАТЬ	74	120	62%	12%
ЛСР	ПОКУПАТЬ	622	920	33%	7%

Источник: расчеты Газпромбанка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ: ДАЛЬШЕ БУДЕТ ЛУЧШЕ

2023 г. ознаменовался довольно резким переходом россиян от сберегательной модели поведения к потребительской на фоне роста реальных располагаемых доходов и девальвации рубля. Бенефициарами реализации отложенного спроса стала непродовольственная розница, в частности сегмент товаров длительного пользования, таких как БТЭ и автомобили. В продовольственной рознице это привело к снижению ценовой чувствительности и росту рентабельности ретейлеров. Мы отдаем предпочтение акциям Магнита, X5 Group и М.Видео, которые будут показывать опережающую динамику розничной выручки и рентабельности.

Марат Ибрагимов

Marat.Ibragimov@gazprombank.ru

Смена модели поведения потребителей

В течение 2023 г. динамика потребительского спроса была разнонаправленной. Потребители довольно резко перешли от сберегательной модели поведения, которая доминировала в первой половине года на фоне общей макроэкономической неопределенности, к потребительской. Катализатором изменения стала девальвация российского рубля в августе, которая спровоцировала отложенный спрос на импортные товары длительного пользования, прежде всего бытовую технику и электронику (БТЭ), а также автомобили.

Продовольственная розница: традиционная защитная история

Розничная торговля продовольственными товарами в очередной раз продемонстрировала свой защитный характер. Спрос на продукты питания оставался стабильным в течение года. При этом по мере роста располагаемых доходов и смены потребительской модели поведения продовольственные ретейлеры наблюдали снижение чувствительности покупателей к цене на полке, что позитивно отразилось на динамике валовой рентабельности продовольственной розницы в 2П23.

Непродовольственная розница: реализация отложенного спроса

Сегмент непродовольственной розницы находился под сильным давлением в 1К23 из-за снижения расходов на товары длительного пользования ввиду слабой потребительской уверенности. Начиная с июля рост спроса на непродовольственные товары обогнал продовольственные, что стало следствием улучшения настроений россиян и их готовности совершать крупные покупки. Летняя девальвация рубля стала сильным катализатором для увеличения расходов российских потребителей на БТЭ и импортные товары длительного пользования. И хотя ажиотажный спрос на БТЭ после реализации ожидаемо спал в ноябре, в декабре он, скорее всего, нормализуется.

Предпочитаем Магнит, X5 Group, М.Видео

Мы полагаем, что лидеры рынка продовольственной розницы Магнит и X5 продолжают показывать опережающую динамику выручки за счет открытия новых магазинов, а также покупки региональных торговых сетей. При этом порядка половины новых магазинов федеральных продовольственных сетей будут, как и прежде, открываться на месте существующих магазинов. Это позволит избежать конкуренции за торговую недвижимость и персонал и получить высокий покупательский трафик с момента открытия. М.Видео выиграет от реализации отложенного спроса на БТЭ в свете восстановления потребительской уверенности и роста реальных располагаемых доходов россиян.

Сводная таблица рекомендаций по компаниям сектора «Розничная торговля»

КОМПАНИЯ	РЕКОМЕНДАЦИЯ	ЦЕНА, РУБ.	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, РУБ.	ПОТЕНЦИАЛ РОСТА/(ПАДЕНИЯ)	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ, СЛ. 12М
X5 Group	ПОКУПАТЬ	2 031	3 200	58%	9%
Магнит	ПОКУПАТЬ	6 254	7 800	25%	15%
Лента	ДЕРЖАТЬ	730	810	11%	0%
О'Кей	ДЕРЖАТЬ	28,3	34	20%	7%

Источник: расчеты Газпромбанка

МЕТАЛЛУРГИЯ: СТАВКА НА СТАЛЬ И ЗОЛОТО

В металлургическом секторе мы отдаем предпочтение производителям стали (Северсталь и ММК) из-за их направленности на обслуживание внутреннего спроса, а также золотодобывающим компаниям с низкой базой затрат и перспективой возобновления дивидендных выплат (Полюс). Наш взгляд на компании цветной металлургии (Норникель, РУСАЛ) – более сдержанный, отчасти из-за давления, оказываемого международными ценами на некоторые цветные металлы (никель, палладий), и высоких капитальных вложений (Норникель).

Игорь Гончаров
Igor.Goncharov@gazprombank.ru

Производство стали: ставка на восстановление внутреннего спроса и цен...

Значение внутреннего рынка РФ для российских производителей стали возросло. Как следствие, спрос и цены на продукцию крупнейших из них (НЛМК, Северсталь, ММК) будут во многом определяться динамикой внутреннего рынка, в особенности со стороны крупнейшего потребителя – строительного сектора. Принимая во внимание наше видение ситуации в российской экономике в целом и в секторе строительства в частности, мы ожидаем роста объемов потребления стали и рублевых цен на нее на внутреннем рынке. Такая динамика позволит крупнейшим компаниям – производителям стали и дальше наращивать свободный денежный поток (СДП), который выступает базой для расчета дивидендов, с доходностью, превышающей двузначную по итогам 2024 г.

...и на возобновление дивидендов

Мы ожидаем, что крупнейшие компании сектора (НЛМК, Северсталь, ММК) вернуться к выплатам дивидендов по итогам 2023 г. в объеме не менее своего СДП за этот период в соответствии с дивидендной политикой. Мы не исключаем дополнительных выплат, исходя из накопленной денежной позиции, которая у Северстали и ММК, например, превышает 10% рыночной капитализации, но и не закладываем пока их в свой прогноз.

Цветная металлургия: снижение цен на никель и палладий и повышенные капитальные затраты будут сдерживать дивиденды

Компании цветной металлургии продолжают ориентироваться на международный рынок как на основной для их продукции. Снижение международных цен на никель и палладий окажет давление на выручку Норникеля в долларовом выражении и будет сдерживать его ЕВТДА, даже несмотря на ослабление рубля. В сочетании с пиком цикла капитальных вложений и задержками в обновлении дивидендной политики компании после ее истечения в 2022 г., эти факторы будут сдерживать дивиденды Норникеля, а также РУСАЛа (финансовое положение которого отчасти зависит от дивидендных выплат Норникеля), и доходность останется ниже среднерыночной.

Производство золота: текущий рост цен и среднесрочные программы увеличения производства окажут поддержку Полюсу, ЮГК и Селигдару

Рост международной цены золота более чем на 10% с начала года (выше 2 000 долл./унц.) в совокупности с ослаблением рубля создает благоприятный фон для производителей золота, находящихся в российской юрисдикции (Полюс, ЮГК, Селигдар). Эти факторы доминируют над уровнем долговой нагрузки. Мы ожидаем сохранения высоких цен на золото в среднесрочной перспективе на фоне ожидаемого начала цикла понижения ставок и ослабления роли доллара США как резервного актива. Исходя из этого мы сохраняем позитивный взгляд на Полюс как на крупнейшего и наиболее эффективного производителя золота в российской юрисдикции.

Сводная таблица рекомендаций по ключевым компаниям металлургического сектора

КОМПАНИЯ	РЕКОМЕНДАЦИЯ	ЦЕНА, РУБ.	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, РУБ.	ПОТЕНЦИАЛ РОСТА/(ПАДЕНИЯ)	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ, СЛ. 12М
Северсталь	ПОКУПАТЬ	1 245	1 800	45%	13%
ММК	ПОКУПАТЬ	50	61	22%	9%
Полюс	ПОКУПАТЬ	9 974	14 000	40%	8%
Селигдар	ПОКУПАТЬ	56	75	34%	5%
Норникель	ПОКУПАТЬ	16 528	19 000	15%	7%

Источник: расчеты Газпромбанка

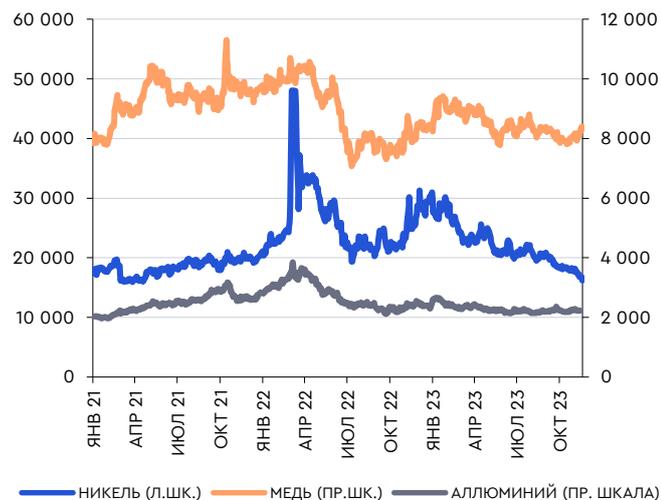
Цены на продукцию

Цветные металлы

Никель: в 2023 г. цены снижались на фоне замедления спроса (частично вызванного повышенным уровнем международных процентных ставок) и высокой базой 2022 г. При этом ожидаемый профицит предложения никеля может сохранить давление на цены в краткосрочной перспективе.

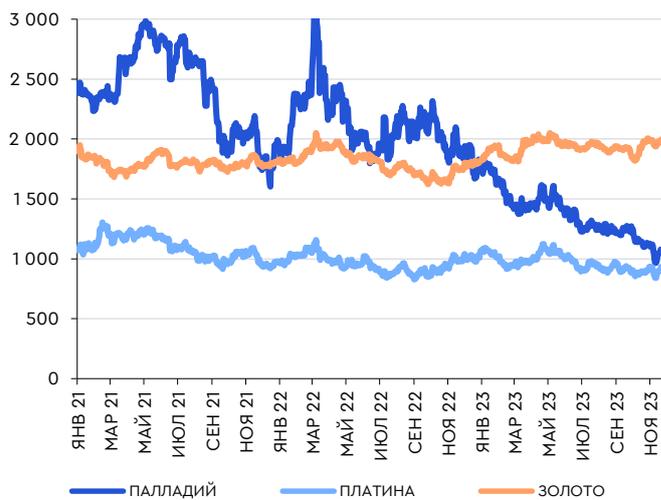
Медь, алюминий: начиная с 2П22 цены стабилизировались благодаря нормализации спроса и структуры предложения (включая предложение из РФ после повышения рисков перебоев поставок в 1П22).

Биржевые цены на цветные металлы, долл./т.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Биржевые цены на драгоценные металлы, долл./унц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Драгоценные металлы

Золото: постепенный рост цен в 2022-2023 гг. был во многом связан с **повышением роли золота** как защитного актива в условиях турбулентности мировой экономики, **увеличением объема закупок золота центральными банками**, особенно в 2022 г., и **снижением роли доллара как резервного актива** в пользу золота.

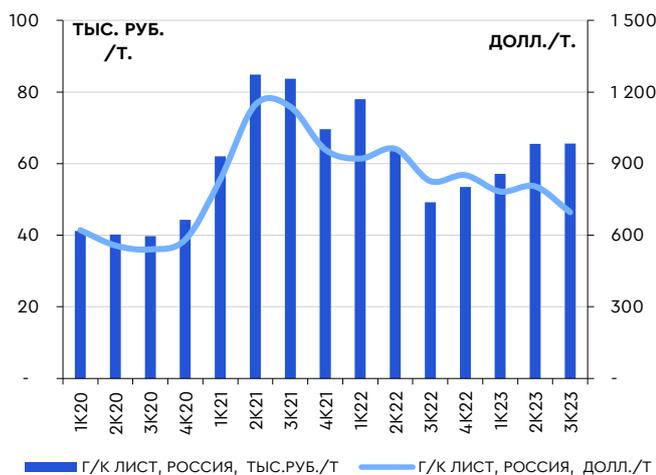
Платина: стабильные ценовые уровни в 2022-2023 гг. при снижении производства в ЮАР (крупнейший регион производства) и продолжающемся росте потребления этого металла в мировой автомобильной промышленности.

Палладий: в 2П22-2023 г. цена снижалась по причине сокращения объемов использования металла в автомобильной промышленности, а также из-за ослабления риска перебоев поставок из России, являющейся крупнейшим региональным производителем.

В наших прогнозах мы предполагаем сохранение международных цен на цветные металлы на уровне, соответствующем текущему (средний за последние 90 дней).

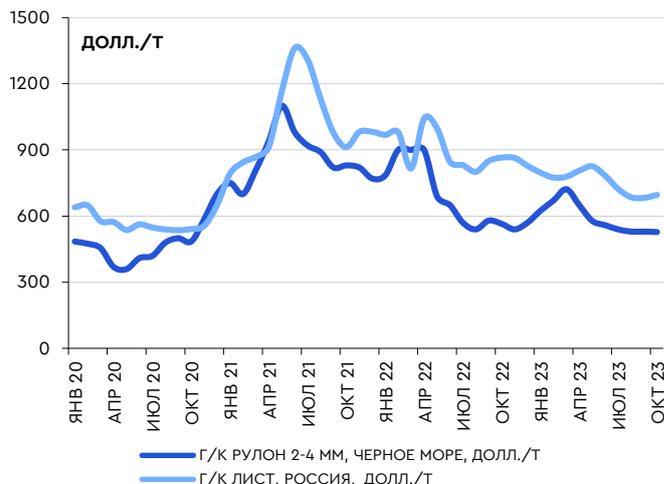
Сталь: в отличие от международных цен на цветные и драгоценные металлы, внутренние цены на стальную продукцию в рублевом выражении показали восстановление в течение 2023 г.

Сталь: цена на горячекатаный прокат в РФ в рублевом (левая шкала) и долларом (правая шкала) выражении



Источник: ММІ, расчеты Газпромбанка

Сталь: цена на горячекатаный прокат в РФ и на международных рынках в долларом выражении



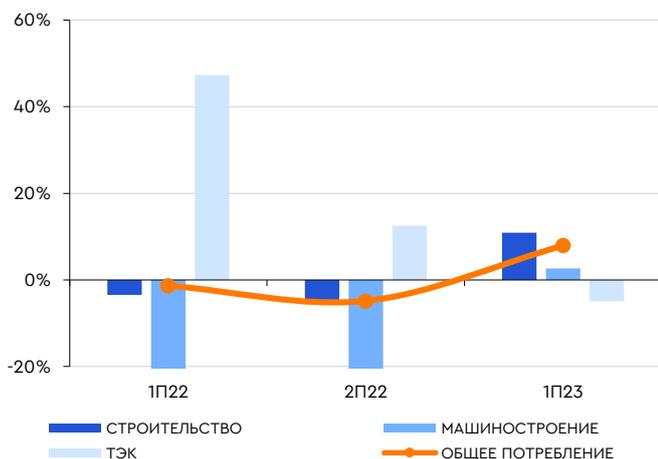
Источник: ММІ, расчеты Газпромбанка

Динамика потребления стали в текущем году

На полугодовой основе потребление стального проката в России развивалось следующим образом:

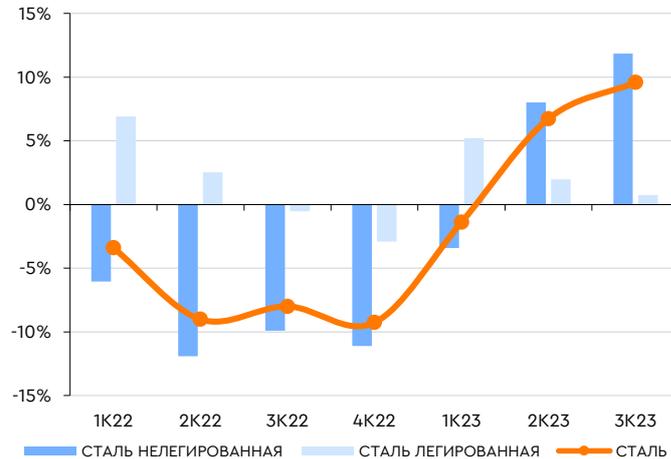
- **1П22: снижение на 1,4% г/г** из-за падения потребления в машиностроении (-21% г/г) и строительстве (-3,5% г/г);
- **2П22: снижение на 4,9% г/г** из-за сокращения потребления стали в строительстве (-4,6% г/г) и машиностроении (-21% г/г);
- **1П23: рост на 7,9% г/г** за счет увеличения потребления в строительстве (+11% г/г) и машиностроении (+2,6% г/г). При этом объем потребления в 1П23 превысил объем 1П21 на 6,4% за счет роста в строительстве (+7%) и ТЭК (+40%), частично сглаженного снижением в машиностроении (-19%).

Изменение потребления металлопроката в России по отраслям г/г



Источник: Северсталь, расчеты Газпромбанка

Изменение производства стали в РФ на квартальной основе, г/г



Источник: ММІ, расчеты Газпромбанка

Мы ожидаем восстановления спроса на сталь в России в 2023 г. до уровня, близкого к значениям 2021 г., с дальнейшим ростом средними темпами, близкими к темпам будущего роста ВВП России, и с возможными колебаниями вокруг тренда в отдельные годы.

Производство стали в РФ

После снижения в 2-4К22 производство стали в РФ показало восстановление в 2-3К23. Мы ожидаем дальнейшего умеренного роста производства стали в РФ на фоне повышения спроса, в том числе со стороны строительной отрасли.

Корпоративные изменения: продажа активов, выкуп акций и обновление дивидендных политик

Норникель

- **Обновление дивидендной политики компании** после истечения предыдущей в 2022 г. Основные принципы такой политики остаются неопределенными. Исходя из комментариев главы и одного из крупнейших бенефициаров компании В. Потанина, вероятным вариантом представляется выплата в качестве дивиденда значительной части свободного денежного потока (СДП) компании, например, 50–75%.
- **Дробление акций** в пропорции 1:100. Мы считаем, что такое действие может незначительно повысить ликвидность акций, не оказывая существенного влияния на их фундаментальную привлекательность.

Полюс

- **Обратный выкуп 29,9% собственных акций в 3К23** по цене 14 200 руб./акц. в объеме около 580 млрд руб.
- **Удельная долговая нагрузка компании** по итогам 2023 г. приблизится, по нашим оценкам, к 2,3х по показателю «ЧД/ЕБИТДА». Такой уровень сам по себе не должен выступить ограничением для выплаты дивиденда по итогам года. Дивидендная политика компании нацелена на выплату 30% ЕБИТДА при удельной долговой нагрузке менее 2,5х по показателю «ЧД/ЕБИТДА».

Полиметалл

- **Выход из собственности (продажа) российского бизнеса**, на который приходится более 60% консолидированной выручки и ЕБИТДА компании по итогам 1П23.
- **Добровольный обмен акций**, торгуемых на Московской бирже, на акции, торгуемые на Бирже международного финансового центра Астана (МФЦА). Такой обмен должен позволить акционерам получить доступ к потенциальным дивидендам Полиметалла в случае принятия решения об их выплате. Принимая во внимание, что акции Полиметалла на бирже Международного финансового центра Астана торгуются с дисконтом к цене на Московской бирже, альтернативным способом «обмена» акций является их продажа на Московской бирже и покупка на бирже МФЦА.

Влияние экспортной пошлины

В сентябре 2023 г. правительство РФ приняло решение ввести на период с 1 октября 2023 г. до конца 2024 г. экспортные пошлины с привязкой к курсу рубля.

Ставка пошлин будет зависеть от курса рубля:

- **0%** – при курсе ниже **80 руб./долл.;**
- **4,0%** – при курсе **80–85 руб./долл.;**
- **4,5%** – при курсе **85–90 руб./долл.;**
- **5,5%** – при курсе **90–95 руб./долл.;**
- **7,0%** – при курсе **95 руб./долл. и выше.**

Введение такой пошлины окажет как прямое, так и косвенное влияние на финансовые показатели металлургических компаний. **Прямое влияние** заключается в необходимости выплаты пошлины на экспортные поставки. В большей степени оно касается компаний цветной металлургии (Норникель, РУСАЛ) из-за существенной доли экспорта в их продажах. **Косвенное влияние** заключается в давлении на внутренние цены за счет снижения привлекательности экспортных поставок. Его эффект будет более значимым для компаний черной металлургии, которые в основном ориентированы на внутренний рынок.

В наших прогнозах мы предполагаем временное умеренное давление от введения пошлин на внутренние цены на сталь в 2024 г. и их прекращение начиная с 2025 г., согласно действующим правительственным решениям.

ТЕХНОЛОГИИ: НОВОГОДНЯЯ РАСПРОДАЖА

После коррекции на рынке большинство акций сектора ТМТ снова выглядят привлекательно. Мы пересмотрели справедливые оценки компаний сектора с учетом результатов за 9М23 и считаем, что в текущих условиях наиболее предпочтительными являются акции компаний – разработчиков ПО (ГК «Астра», Positive Technologies) и Циана.

Замедление потребления

Текущий жесткий курс монетарной политики ЦБ РФ, нацеленный на замедление потребления, в целом негативен для секторов, связанных с потреблением прямо (например, непродовольственный ретейл) или косвенно (реклама). Текущая монетарная политика негативно отражается на бизнесе **Яндекса**, **Озона** и **VK** и может вызвать замедление роста в 2024 г. Мы считаем, что курс на замедление экономики позволит охладить рынок труда, который в данный момент испытывает острый дефицит рабочей силы. Это подтверждается статистикой (исторически низкий уровень безработицы), заявлениями официальных лиц и индексом HeadHunter, который находится на историческом минимуме. Снижение дефицита на рынке труда может привести к ослаблению конкуренции работодателей, что негативно отразится на темпах роста **HeadHunter**.

Сектор импортозамещения в ИТ менее зависим от циклов

Сектор импортозамещения в ИТ в настоящий момент менее подвержен экономическим циклам и больше зависит от законодательных требований и потребностей бизнеса. В России действует требование о переходе корпоративного и государственного секторов на отечественное ПО с 1 января 2025 г., поэтому в данный момент мы не видим значительных рисков для прогнозов по динамике выручки **Positive Technologies** и **ГК «Астра»**. Более того, в случае снижения дефицита на рынке труда, возможно ослабление давления на рентабельность производителей ПО, поскольку расходы на персонал составляют подавляющую часть их затрат.

Циан – потенциальный бенефициар текущей экономической ситуации

Мы считаем, что одним из немногих бенефициаров сложившейся экономической ситуации является **Циан**. Рост процентных ставок привел к удорожанию стандартных ипотечных кредитов. Но продолжают действовать программы льготной и семейной ипотеки, которые распространяются только на первичный сектор. Это ведет к смещению баланса на рынке недвижимости в пользу первичного рынка и выражается в росте активности в первичном сегменте и ее снижению на вторичном. Такая конфигурация рынка является идеальной для Циана, поскольку рост конкуренции на первичном рынке вынуждает девелоперов платить более высокую цену за переходы, а замедление вторичного рынка увеличивает сроки экспозиции и мотивирует частных продавцов более активно использовать платные инструменты продвижения.

Сводная таблица рекомендаций по компаниям сектора ТМТ

КОМПАНИЯ	РЕКОМЕНДАЦИЯ	ЦЕНА, РУБ.	ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА, РУБ.	ПОТЕНЦИАЛ РОСТА/(ПАДЕНИЯ)	ДИВ. ДОХОДНОСТЬ, СЛ. 12М
VK	ПОКУПАТЬ	534	780	46%	-
Циан	ПОКУПАТЬ	555	1 000	80%	-
Яндекс	ПОКУПАТЬ	2 257	3 500	55%	-
Озон	ПОКУПАТЬ	2 567	3 300	29%	-
HeadHunter	ПОКУПАТЬ	2 903	3 600	62%	4%
МТС	ДЕРЖАТЬ	249	250	0%	14%
Астра	ПОКУПАТЬ	450	700	56%	2%
Positive Technologies	ПОКУПАТЬ	1 906	2 750	44%	5%

Источник: расчеты Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.