

ЦИБРА брокер

Навигатор по рынку

Декабрь 2024 года

2024 г.

Стакан наполовину полон

К настоящему времени рынок нивелировал чуть больше половины роста по индексу МосБиржи от минимумов октября 2022 год до максимумов мая 2024 года. Это не повод расстраиваться. Скорее, наоборот, можно предположить, что потенциал дальнейшего снижения ограничен, в то время как уже в I квартале 2025 года может сформироваться импульс для возобновления позитивной динамики.

РЕТРОСПЕКТИВА

В первой декаде ноября фондовые индексы пытались развить восстановление после появления результатов президентских выборов в США, которые в принципе не исключают разрядки в отношениях России и США в перспективе следующего года. Тем не менее рассчитывать на это не приходится, а рассуждать на эту тему пока преждевременно. Что собственно подтверждается очередным пакетом антироссийских санкций, принятым позже в ноябре. Таким образом, уже ко второй декаде ноября настроения инвесторов снова ухудшились, а индексы вернулись на траекторию снижения, обновив в ноябре многомесячные минимумы.

Другим привычным уже фактором давления на фондовые индексы стали выходившие в ноябре данные по инфляции. На протяжении всего месяца сохранялась тенденция на усиление инфляционного давления. Если в начале ноября недельные темпы роста индекса потребительских цен составляли 0,3%, то за неделю с 26 ноября по 2 декабря они ускорились уже до 0,5%, что соответствует годовой инфляции около 9%, и это уже превышает ориентир Банка России по инфляции на конец года в диапазоне 8-8,5%. В результате на рынке резко выросли опасения перед повышением ключевой ставки до 22-23% на заседании регулятора в декабре. Наиболее алармистские прогнозы предрекают даже 25%.

Тем не менее по ряду причин мы не разделяем таких алармистских и менее агрессивных прогнозов. Во-первых, трансмиссия денежно-кредитной политики занимает время, и Банк России может взять паузу, чтобы оценить эффект от текущего ужесточения денежно-кредитных условий. В ноябре, например, уже появились робкие признаки замедления кредитования в экономике. Во-вторых, инфляция в значительной степени носит импортный характер, что подтверждается ее всплеском на фоне ослабления рубля. Этот фактор сложно нивелировать повышением ставки. В-третьих, дальнейшее (сильное) повышение ставки может уже угрожать экономическим замедлением, что в принципе не является целью регулятора.

Таким образом, опасения инвесторов перед резким повышением ставки в декабре могут оказаться неоправданными, а центральный банк займет относительно более мягкую позицию. Косвенно это уже отражается в умных деньгах. Доходность 10-летних ОФЗ, например, стабилизировалась к концу месяца на уровне немногим выше 16%, игнорируя данные по инфляции. В конечном счете, если позиция Банка России на заседании в декабре действительно окажется мягче, чем рынок того ожидает, это сформирует столь необходимый для рынка акций импульс для возврата на траекторию роста.

АЛЛОКАЦИЯ ПО АКТИВАМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный
Акции			LENT, SBER, SBERP, LKOH, AFLT, OZON, PLZL, MOEX, YNDX, IRAO, GMKN
ОФЗ			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (менее 2 лет)
Корпоративный долг, Р			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (менее 2 лет)
Корпоративный долг, \$			Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
Корпоративный долг, ¥			Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
Золото			GLDRUB_TOM
Наличность			Р, ¥

0-5% — пониженный вес в структуре портфеля
 6-15% — нейтральный вес в структуре портфеля
 16% и более — повышенный вес в портфеле

Ованес Оганисян
 Директор аналитического департамента

Наталья Пырьева
 Ведущий аналитик

Владимир Корнев
 Аналитик

Иван Ефанов
 Аналитик

Кирилл Климентьев
 Аналитик

8 (800) 100 40 82
 research@cifra-broker.ru

Макроэкономика

Текущий уровень ключевой ставки может обусловить снижение объема кредитного портфеля банковского сектора, охлаждение экономического роста и ослабление ценового давления.

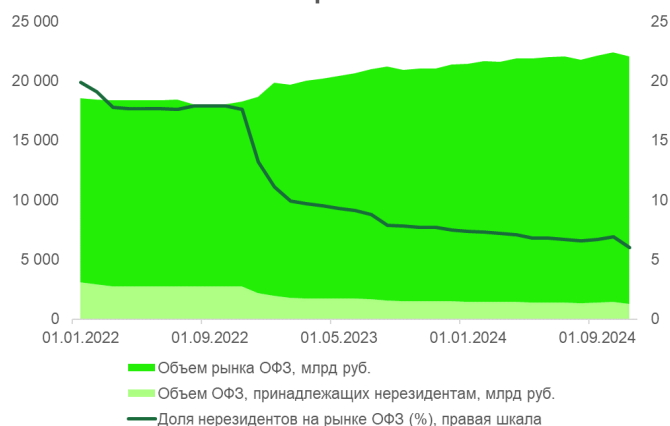
С января 2022 года по сентябрь 2024 года кредитный портфель юридических лиц увеличился на 30,2 трлн руб. (или на 360 млрд долларов США по среднему курсу у казанном периоде). Портфель кредитов банков юридическим лицам в сентябре 2024 года достиг 82,8 трлн руб., повысившись на 57% за период с 2022 года. По некоторым оценкам рост корпоративного кредитного портфеля, возможно, стал основным проинфляционным фактором, повлиявшим на рост денежных агрегатов.

Одним из факторов роста корпоративного кредитного портфеля стала программа заимствований Минфина. Объем выпущенных ОФЗ с 2022 вырос с 15,5 трлн руб. до 20,7 трлн руб.

Объем выпущенных корпоративных облигаций составил 27,3 трлн руб., увеличившись на 10 трлн руб. с января 2022 года. Объем портфеля долговых ценных бумаг в банковском секторе вырос с 16,3 трлн руб. в январе 2022 года до 21 трлн руб. в сентябре 2024. Покупка ОФЗ и других облигаций из ломбардного списка Банка

результат, стали компании обрабатывающих секторов, чья задолженность перед банками увеличилась на 6,8 трлн руб. Компании включенные в этот сектор по ОКВЭД в статистике банка России включают такие компании как Норникель, РУСАЛ, Северсталь, НЛМК и др., которых инвесторы привыкли относить к компаниям горно-добывающего сектора. Долг некоторых из этих компаний (например, Норникеля) увеличился за период в два раза. Поэтому ошибочно было бы считать, что в целом увеличение долга этого сектора связано с развитием промышленности. В этом секторе основными заемщиками выступают те же игроки, что входят в сотню крупнейших металлургических компаний.

Объем рынка ОФЗ



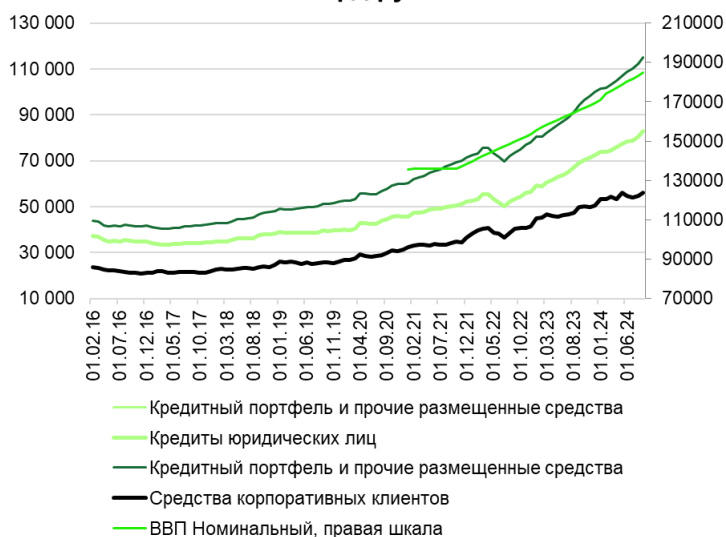
Источник: Минфин

Таким компаниям как Фосагро и ЛУКОЙЛ присвоен ОКВЭД холдинговых компаний, и они, вероятно, фигурируют в этой статистике в разделе «Прочее», представители которого нарастили кредит на 5,8 трлн руб.

Следующей сектор, где наблюдается сильный рост кредитной нагрузки, это оптовая торговля (ОКВЭД 46). Самым крупным игроком в этом секторе является Газпром (ОКВЭД 46.71, торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом и подобными продуктами). Кредит в секторе оптовой торговли вырос на 3,3 трлн руб.

Финансовый сектор показал рост кредита с 2022 года на 3 трлн руб. Строительный сектор нарастил кредит на 2,4 трлн руб. Но в сумме с сектором операций с недвижимым имуществом, аренды и предоставления услуг, упомянутом выше, показывает рост на 10,1 трлн руб.

Агрегаты банков и номинальный ВВП, млрд руб.



Источник: Банк России, МВФ

России позволяет коммерческим банкам отдать эти бумаги в РЕПО и нарастить кредитный портфель.

Наибольший рост кредитного портфеля показали компании, осуществляющие операции с недвижимым имуществом, прибавив 7 трлн руб. с 2022 года, по данным Банка России (см. таблицу на следующей странице). Следующим крупным заемщиком, показавшим второй

Макроэкономика

Основным сектором, показавшим сильный рост кредитного портфеля, стал сектор операций с недвижимым имуществом.

Виды экономической деятельности и отдельные направления использования кредитных средств, трлн руб.	Янв. 2022	Окт. 2024	Изм., трлн руб.
добыча полезных ископаемых, из них:	1,52	2,86	1,35
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	1,05	1,74	0,70
обрабатывающие производства, из них:	7,87	14,74	6,87
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	1,32	1,63	0,31
обработка древесины и производство изделий из дерева	0,12	0,16	0,04
целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность	0,30	0,39	0,09
производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	1,28	2,34	1,06
химическое производство	0,97	2,40	1,43
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	0,28	0,33	0,05
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	0,92	2,32	1,40
производство машин и оборудования, из них:	0,45	1,05	0,60
производство машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства	0,01	0,02	0,00
производство транспортных средств и оборудования, из них:	1,32	2,65	1,33
производство автомобилей	0,24	0,36	0,13
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1,58	1,57	0
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, из них:	2,5	2,83	0,33
сельское хозяйство, охота и предоставление услуг в этих областях	2,46	2,78	0,32
строительство, из них:	2,13	4,56	2,43
строительство зданий и сооружений	1,97	4,27	2,30
транспорт и связь, из них:	1,96	4,23	2,27
деятельность воздушного транспорта, подчиняющегося и не подчиняющегося расписанию	0,17	0,09	-0,08
оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	3,92	7,27	3,35
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	6,64	14,50	7,86
Прочее	7,70	13,50	5,80
Финансовая и страховая	5,3	8,3	3,00
Итого	41,12	74,36	33,24

Источник: Банк России

Экономическая активность российских компаний и физлиц, наряду с бюджетными расходами, способствовали росту активов банков на 61 трлн руб.

В текущей экономической парадигме от успеха наполняемости бюджета значительно зависят зарплаты учителей, врачей, военных, выплаты пенсионерам и другим бюджетникам: всего примерно 69 млн человек взрослого возраста, получают от государства примерно 29,7 трлн руб. ежегодно в виде зарплат и пенсий. Также от бюджета зависит образование (примерно 30 млн детей) и здравоохранение (около 110 млн взрослых россиян). От бюджета зависит строительство дорог, больниц, университетов и школ и укрепление обороноспособности.

От бюджета в гораздо меньшей мере зависят 46 млн работающих граждан, занятых во внебюджетных секторах, но и среди них примерно 25% - сотрудники госкомпаний, а другие тоже зависят от бюджета в части образования, включая дошкольное, для своих детей, а также в части здравоохранения своих семей.

Оценки поступлений в консолидированный бюджет за 2023 год от экспортеров

	17 трлн руб.
Нефтегазовые доходы бюджета (НДПИ и таможенные пошлины)	8,8
Поступления от налогов на прибыль экспортеров (не только нефтегазовый сектор)	1,7
НДС компаний экспортеров с продаж на внутреннем рынке	2
Дивиденды в бюджет от экспортеров	1
НДФЛ сотрудников компаний экспортеров	2
Страховые взносы за сотрудников	1,5

Источник: Минфин, расчеты «Цифра брокер»

Официально нефтегазовые доходы бюджета составили в 2023 году 8,8 трлн руб. и включают в себя НДПИ и таможенные пошлины. Поступления от налога на прибыль экспортеров, не только в нефтегазовом секторе, можно оценить в 1,5-2 трлн и примерно в 2 трлн руб. можно оценить НДС экспортеров, продающих свои товары на внутреннем рынке.

Макроэкономика

Основным сектором роста выступает оптовая торговля, прибавивший 4,7 трлн руб. валовой добавочной стоимости.

Всего поступления в консолидированный бюджет от компаний экспортеров в 2023 году оценочно составили 17 трлн руб., включая дивиденды госкомпаний экспортеров, страховые взносы за сотрудников 1,5 трлн и сгенерированный НДФЛ сотрудников 2 трлн. Компании, ориентированные на внутренний рынок, а также импортеры и поступления от граждан и другие поступления обеспечили, 44 трлн руб. доходов. Доходы консолидированного бюджета от деятельности экспортеров составили оценочно 25%. Но с инфляцией в 8% эффективность вклада экспортеров в бюджет снижается.

Одна из обсуждаемых в российской экономике тем — это причина значительного расширения корпоративного кредита с 2022 года. Ответ на этот вопрос поможет уточнить основные факторы экономического роста. Динамика роста валовой добавочной стоимости (ВДС) по отраслям, показывает что наибольший прирост показал сектор оптовой торговли. Предполагается, что это наиболее подходящий сектор для применения кредита.

Другая гипотеза состоит в том, что в условиях санкционных ограничений, из-за нежелания или из-за невозможности возвращать валютную выручку в Россию, либо потому что процентные ставки были низкими в 2022 и 2023 годах, экспортеры, возможно, начали тестировать новую экономическую модель. Занимать в рублях, чтобы заплатить российские налоги, зарплату и покрыть другие расходы. Это отразилось на балансах банков, которые начали быстро наращивать корпоративный портфель.

Ограничительный эффект от повышения ставки на рост кредитного портфеля экспортеров сократился, т. к. им помогает ослабление рубля. Но для других секторов повышение ставки станет фактором, обуславливающим сокращение кредитного портфеля и замедление экономической активности.

Рост валовой добавленной стоимости по отраслям экономики в 2021-2023 (в текущих ценах, млрд. руб.)	Рост
Торговля оптовая и розничная	4768,7
Обрабатывающие производства	4299,6
Государственное управление и обеспечение военной безопасности, социальное обеспечение	3833,8
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	3540,4
Добыча полезных ископаемых	3267,6
Транспортировка и хранение	3209,7
Строительство	2014,2
Деятельность профессиональная, научная и техническая	1864,4
Деятельность финансовая и страховая	1600,8
Деятельность в области информации и связи	1492,4
Образование	997,6
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	989,1
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	595,7
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	465,7
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	435,9
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	418,3
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	408,6
Недифференцированная деятельность частных домашних хозяйств по производству товаров и оказанию услуг для собственного потребления	220,8
Предоставление прочих видов услуг	95,5
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	76,5

Источник: Росстат

Валютный рынок

Российский рубль сохраняет относительную устойчивость, не взирая на очередные антироссийские санкции. Новый пакет санкций спровоцировал всплеск волатильности, тем не менее финансовая инфраструктура быстро адаптировалась к новым условиям и валютный курс стабилизировался, хотя и на несколько более высоких уровнях. В долгосрочной перспективе умеренное ослабление рубля может продолжиться, т. к. это способствует пополнению доходной части бюджета.

Санкции против экспорта. Усиление геополитической напряженности вокруг России и новые санкции против российского банковского сектора спровоцировали всплеск волатильности на валютном рынке и привели к резкому ослаблению рубля в ноябре. Санкции в отношении банков, которые обслуживают сырьевой экспорт России, привели к сбою в проведении трансграничных платежей, усугубили обстановку со сроками поступления экспортной выручки и усилили проблему с дефицитом ликвидности.

Всплеск волатильности на валютном рынке заставил финансовые власти пойти на ответные меры. Банк России принял решение с 28 ноября 2024 года до конца 2024 года не осуществлять покупку иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках зеркалирования регулярных операций Минфина, связанных с реализацией бюджетного правила. Таким образом, нетто-продажи юаней до конца года составят 8,4 млрд руб. в день, что сформирует дополнительный объем предложения на рынке и сгладит острую проблему дефицита ликвидности.

Санкции против импорта. Финансовая инфраструктура России сегодня гораздо быстрее адаптируется под новые вызовы, поэтому рубль к началу декабря вернулся к сбалансированным значениям. Способность финансовой инфраструктуры быстро адаптироваться к изменениям подтверждается и другим эпизодом всплеска волатильности — санкции против Московской биржи, НРД и НКЦ усложнили проведение платежей за импорт и, наоборот, привели к локальному укреплению рубля.

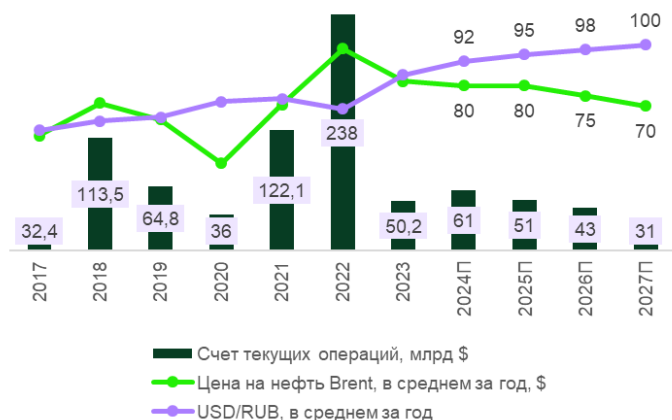
Стабильный и предсказуемый рубль. До июньского пакета санкций рубль демонстрировал завидную устойчивость, однако стал терять позиции по мере разрешения проблем с платежами за импорт и реализацией отложенного спроса на импорт в сочетании с сжатием экс-

портных поступлений ввиду ухудшения конъюнктуры на рынке нефти.

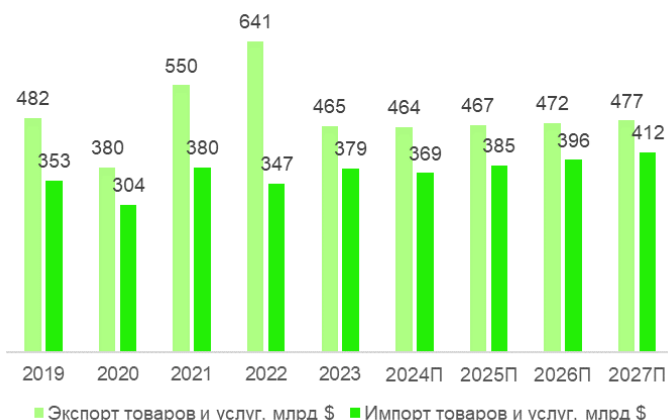
Собственно, именно динамика цен на «черное золото» может выступать причиной нежелания финансовых властей вмешиваться в ситуацию на валютном рынке. Умеренное ослабление рубля позволяет по-полнять доходы бюджета, что особенно важно в условиях растущих бюджетных расходов в IV квартале.

По-прежнему не были изменены параметры по репатриации и обязательной продаже валютной выручки — экспортеры должны зачислять в уполномоченные банки только 40% валюты по внешнеторговым контрактам, а норма продажи еще в октябре была снижена с 50% до 25%. С учетом того, что более 40% выручки приходится на расчеты в рублях, процент поступления валюты от экспортеров сегодня очень невысокий. В ноябре чистые продажи иностранной валюты со стороны крупнейших экспортеров сократились на 23% по сравнению с октябрём и составили \$8 млрд (\$13,9 млрд в ноябре 2023 года), достигнув минимума с августа 2023 года.

Краткосрочные и долгосрочные перспективы. Мы полагаем, что в период до конца 2024 года валютный курс стабилизируется в диапазоне 100-105 руб. за доллар США. Однако на горизонте 2025-2027 гг. мы ожидаем сохранения тенденции к умеренному ослаблению рубля на фоне опережающего роста импорта по сравнению с экспортом, в том числе на фоне ожидаемого снижения мирового спроса и цен на нефть по мере более активного «зеленого» перехода. Мы сохраняем акцент на нефти, потому что нефтегазовые доходы по-прежнему составляют порядка 60% от экспортной выручки и 30% — от всех доходов бюджета.



Источник: данные и прогнозы Банка России



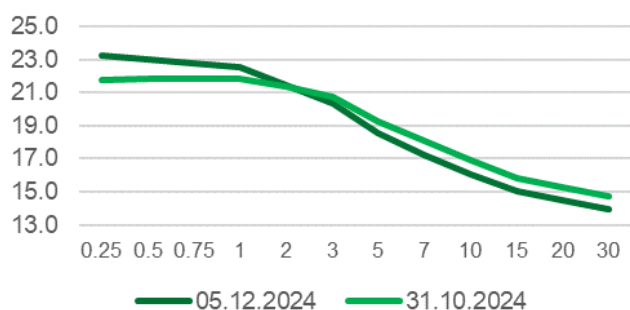
Источник: данные и прогнозы Банка России

Рынок облигаций

На рынке ОФЗ наметилась стабилизация, тогда как в корпоративном сегменте продолжается рост доходностей. Качественные выпуски с фиксированным купоном и дюрацией 1-3 года на данный момент являются наиболее интересными для покупки.

Падение рынка гособлигаций, наблюдавшееся с начала этого года, в ноябре приостановилось. Во время спада на рынке в октябре рынок отыграл в ценах последнее повышение ключевой ставки Банка России, а снижение в начале ноября ставок по юаням RUSFAR CNY, которые опускались до 2,5-3%, увеличило привлекательность операций *carry trade*. Как следствие, доходности ОФЗ к середине ноября снизились. Однако снижение ставок RUSFAR CNY оказалось весьма кратковременным, во второй половине месяца возобновилось падение рубля, и это приостановило наметившиеся было покупки. Тем не менее по итогам ноября индекс RGBI Y снизился до 18,83%, что на 0,32% ниже уровня конца октября. Наибольшее снижение доходностей продемонстрировали длинные выпуски, в то время как в бумагах с дюрацией до года рост доходностей продолжился. Объем размещенных бумаг на аукционах Минфина в минувшем месяце оставался низким, составив 125 млрд руб. по сравнению с 113 млрд руб. в октябре. Весь объем пришёлся на бумаги с фиксированным купоном. Однако уже 4 декабря Минфину удалось разместить рекордный объем ОФЗ, на сумму свыше 1 трлн руб. Практически весь объем пришёлся на новый выпуск ОФЗ-ПК29026, ставка 1-го купона которого составила 19,63%. Благодаря этому Минфин смог выполнить большую часть годового плана по размещению.

Кривая бескупонной доходности, %

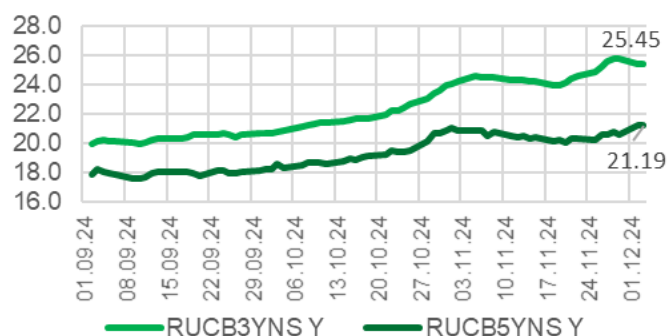


Источник: Московская биржа

Наблюдавшаяся в минувшем месяце стабилизация рынка может найти продолжение и в декабре. Ситуация с валютной ликвидностью остаётся неопределённой, ставка RUSFAR CNY демонстрирует высокую волатильность, и на какое-то время вновь может снизиться. В сочетании с завершением текущего цикла ослабления рубля это способно вновь активизировать операции *carry trade*. В то же время наблюдаемую консолидацию рано расценивать как разворот рынка. Вероятность повышения ключевой ставки Банком России на заседании 20 декабря остаётся высокой, что препятствует полноценной активизации покупок со стороны широкого круга инвесторов.

В отличие от ОФЗ, котировки корпоративных облигаций продолжили снижаться. Соответственно выросли доходности: индекс RUCBNS Y за месяц прибавил около 1,6%, достигнув отметки 25,32%. Вновь наиболее сильно повысились доходности в сегменте ВДО. Индекс облигаций повышенной доходности RUEYBCS Y вырос до 35,74%. Спред между RUEYBCS и RGBI увеличился до 17 п. п. Опасения инвесторов относительно возможности кризиса неплатежей в экономике в следующем году растут по мере ужесточения риторики Банка России, что и находит отражение в динамике доходностей. Падение цен вновь затронуло флоатеры. Величина купонов по ним часто уже не отвечают сложившимся рыночным условиям, особенно это справедливо для флоатеров сегмента ВДО. По-прежнему наиболее привлекательным вариантом для покупки являются короткие бумаги с фиксированным купоном эмитентов с инвестиционными рейтингами. Нередко они предлагают доходность 27% и выше, а высокая надёжность позволяет держать эти бумаги до погашения, не переживая по поводу рыночной волатильности. Событием месяца стало объявление о допэмиссии акций «Сегежи», благодаря которой компания намерена привлечь 101 млрд руб. Это позволит решить проблему высокого долга «Сегежи», соответственно повысилась и привлекательность коротких выпусков «Сегежа» с доходностями более 50%.

Индексы корпоративных облигаций



Источник: Московская биржа

Юаневые и замещающие облигации.

Весьма сильные колебания RUSFAR CNY привели к заметной волатильности в сегменте юаневых и замещающих облигаций. При этом покупки преобладали, чему дополнительно способствовало ослабление рубля. В результате по итогам месяца большинство бумаг продемонстрировали снижение доходностей. Юаневые облигации эмитентов с рейтингом AAA торгуются с доходностями 12-13%, замещающие - 11-12%. В случае стабилизации RUSFAR CNY на низких уровнях, спрос на эти инструменты может найти продолжение, учитывая привлекательные доходности.

Рынок акций

На ноябрь прошелся пик девальвации рубля, за III квартал 2024 года национальная валюта ослабела по отношению к китайскому юаню на 21,6%. Ослабление рубля благоприятно может отразиться на поступлениях бюджета и доходах экспортёров. Как правило, девальвация способствует позитивной переоценке акций компаний-экспортёров, которые характеризуются валютной выручкой, рублёвыми расходами на обслуживание долга и рублёвыми операционными расходами.

Хотя экспортеры и получают выгоду от ослабления рубля, но для большинства экспортируемых товаров действует курсовая пошлина, привязанная к курсу доллара США. При стоимости доллара менее 80 рублей за один доллар пошлина не взимается, при курсе 80–85 рублей она составляет 4% таможенной стоимости товара и достигает максимального уровня в 7% при курсе выше 95 рублей. Производители удобрений (наиболее крупные игроки: Фосагро, Акрон) платят повышенную пошлину в 10% при курсе доллара выше 80 рублей. В этом контексте в более выгодной ситуации находятся представители нефтегазового сектора, которые не платят пошлину. Кроме того, с апреля её не платят и российские золотодобывающие компании, в то время как отдельные виды чугуна и горячекатаного проката стали до конца года освобождены от пошлин.

Инвесторы пока не спешат дисконтировать в котировках акций девальвацию рубля. Участники рынка по-прежнему находят депозиты более прибыльным вложением в текущих условиях. Таким образом, сейчас мы наблюдаем рыночную неэффективность. Компании, которые и без фактора девальвации по стоимостной оценке выглядят недорогими и демонстрируют рост показателей сейчас будут зарабатывать в рублях еще больше, что никак не отражается в котировках их акции. Рынок сейчас можно охарактеризовать тремя эпитетами: тонкий, эмоциональный и низко ликвидный. Фондовые индексы могут с легкостью вырасти на 8% за неделю на одной хорошей новости и потом также быстро спустится вниз на плохих новостях. Неэффективность можно объяснить тем, что на рынке сейчас преобладают розничные инвесторы, в то время как ликвидность перетекает в депозиты. В этом контексте можно задаться вопросом из области психологии, как долго такие инвесторы смогут комфортно находиться в депозитах, если на их глазах произойдет резкая и позитивная переоценка акций, сопоставимая годовыми доходностями по вкладам? В случае формирования устойчивой повышательной тенденции по фондовым индексам можно предположить, что многие инвесторы предпочтут депозитам акции, способствуя дальнейшей позитивной переоценке акций. Девальвация рубля как раз может выступить одной из предпосылок для позитивной переоценки акций российских экспортёров.

Добыча и цветные металлы. Рекордно высокие цены на золото оказывают поддержку сектору золотодобывающих компаний. На этом фоне девальвация рубля формирует более высокую маржу к себе-



Источник: данные Московской биржи, расчеты «Цифра брокер»

стоимости добычи. Среди публичных компаний сектора мы выделяем Полюс золото, ЮГК и Селигдар. Последняя из трех отличается от других представителей сектора тем, что Селигдар не зарабатывает на росте цен на золото. Большая часть долга компании выражена золотыми займами у банков и золотыми облигациями. Поэтому, чем дороже становится золото, тем выше долговая нагрузка у компании, а часть добываемого золота нужно возвращать банкам, а не продавать на рынке по текущим ценам. ЮГК тоже нельзя отнести к явному фавориту. Во-первых компания не смогла нарастить добычу в I полугодии, а на пике повышения котировок золота Ростехнадзор приостановил добычу на всем уральском кластере почти на 90 суток. Между тем Полюс золото, возможно, в наибольшей степени выигрывает от девальвации рубля, демонстрируя стабильные показатели добычи и рекордно высокую рентабельность (73,9%). Кроме того, компания заявила о промежуточном дивиденде 1301,75 руб. на одну акцию, что соответствует дивидендная доходности около 9% по текущим котировкам. При этом котировки акций Полюс золото отстали в росте от цен на золото и сохраняют приличный потенциал для дальнейшего повышения.

«АЛРОСА» и Норникель сталкиваются с похожими проблемами, а корзина металлов последнего далека от своих пиковых цен. Учитывая цикличность данных компаний, наилучшей точкой входа в их акции является дно цикла, характеризующееся падением цен на сырьевые товары и сокращением объемов производства. Сейчас компании публикуют сокращенные отчеты, хотя ранее имели большую экспортную составляющую в выручке: 85% для «АЛРОСА» и 93% для Норникеля. Сегодня доля их экспортной выручки, скорее всего, снизилась, хотя девальвация точно не повредит их будущим финансовым результатам.

Рынок акций

Нефтегазовый сектор. Отрасль не облагается курсовыми пошлинами и является прямым бенефициаром девальвации. Ослабление курса рубля для представителей нефтяной отрасли в краткосрочной перспективе даже выгоднее, чем рост непосредственно нефтяных котировок, так как при росте цен на нефть увеличивается НДС, а для расчета налога используется средний за год валютный курс. По разным оценкам наибольшая доля валютной выручки (от 70% до 90%) возникает у ЛУКОЙЛа, Роснефти и Сургутнефтегаза. Недавно Роснефть опубликовала сильные результаты за III квартал 2024 года, а менеджмент компании заявил о возобновлении программы обратного выкупа акций, что оказывает поддержку котировкам акций компании и косвенно намекает на неоправданно низкую рыночную оценку компании, по мнению менеджмента. Компании газового сегмента, НОВАТЭК и Газпром, также напрямую зависят от цен на газ в рублях, имея долю валютной выручки от 50 до 60%. При этом у Газпрома есть валютный долг, который увеличивает и расходы компании. НОВАТЭК по-прежнему испытывает проблемы с введением в эксплуатацию проекта «Арктик СПГ-2», при этом действующие предприятия группы работают на полную мощность и не имеют проблем с отгрузками даже на недружественный, но маржинальный, европейский рынок.

Металлургия. Северсталь и ММК полностью сфокусировались на продажах на внутреннем рынке, где цены хотя и фиксированные, но превышают мировые. Единственный представитель сектора, который, возможно, сохранил экспортную составляющую, это НЛМК. По последним данным на конец 2022 года, доля экспортной выручки в продажах компании составляла порядка 20%, но сейчас компания перестала раскрывать подобную информацию. Правда есть косвенные признаки от российских властей, которые недавно продлили отмену курсовых экспортных пошлин на отдельные виды стали до конца года. В сообщении Минэкономразвития говорилось, что решение позволит поддержать рентабельность экспорта отечественных металлургов. Таким образом, возможно, что какая-то незначительная доля экспорта

все же сохранилась. В конце прошлого года власти ЕС продлили льготный период для импорта стальных полуфабрикатов из России до 2028 года.

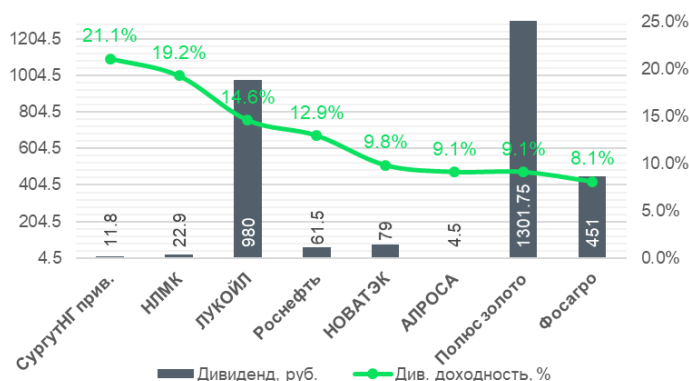
Другие бенефициары девальвации. Доля валютной выручки Фосагро по разным оценкам составляет 70-80%. Сильное ослабление рубля помогает компенсировать повышенную экспортную пошлину 10%. Тем не менее часть долга у Фосагро номинирована в валюте, что несколько сглаживает позитивный эффект от девальвации.

Доля валютной выручки группы Сегежа сократилась до 55% с 70% ранее, когда менеджмент компании утверждал, что изменение курса на 1 рубль, прибавляет 500 млн руб. к OIBDA. Если ориентироваться на эти, то OIBDA группы в IV квартале может прибавить 3920 млн руб. на фоне снижения валютного курса на 10 руб.

Евромедцентр — не самый очевидный бенефициар девальвации. Тем не менее цены в этих клиниках по-прежнему приводятся в евро. Правда после пересчета на рубли при текущем курсе, спрос также может снизиться.

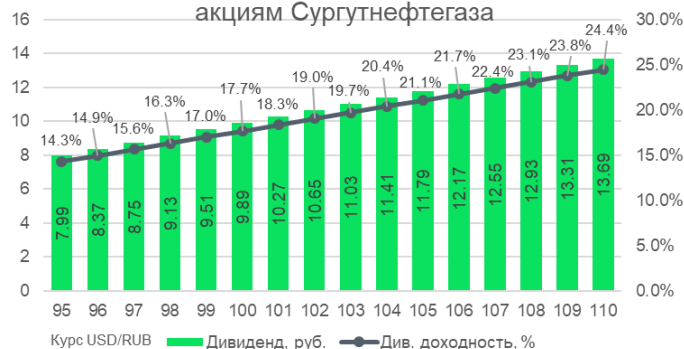
Сургутнефтегаз. Эта нефтяная компания заслуживает отдельного внимания, т. к. выигрывает от девальвации больше других благодаря валютной подушке на балансе. Сургутнефтегаз имеет три основных источника дохода: операционный доход, непосредственно от нефтяного бизнеса; процентный доход от денежной подушки и ее валютная переоценка. По итогам I квартала размер валютной подушки достигал 5,9 трлн руб., примерно 75-85% составляла валютная часть. В основном это валютные депозиты, ранее ставка была по ним очень низкая в районе 3,4-4,4% годовых, но сейчас исходя из процентных доходов за I квартал, выросла до 6% годовых. Таким образом, за 2024 год компания может генерировать порядка 352 млрд руб. в виде процентов по сравнению с операционной прибылью 422 млрд руб. Доход от валютной переоценки будет зависеть от валютного курса на конец года. Ниже представлены возможные дивиденды на одну привилегированную акцию Сургутнефтегаза в зависимости от курса:

Дивиденды экспортеров, прогноз за 2024 год



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Потенциальные дивиденды по прив. акциям Сургутнефтегаза



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Сырьевые рынки

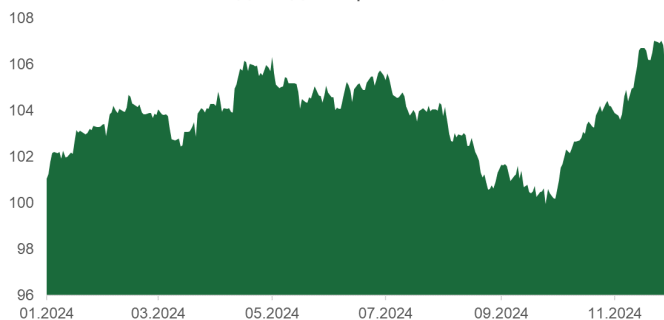
Ноябрь выдался достаточно спокойным на сырьевых рынках, что связано с нормализацией геополитической обстановки. Котировки золота отступили от рекордных максимумов в рамках консолидации на фоне укрепления доллара США и позитивных новостей о возможном прекращении огня на Ближнем Востоке. В то же время цены на газ в Европе достигли годовых максимумов, чему способствовали очередной пакет антироссийских санкций и опасения относительно перебоев с поставками.

Фьючерс на природный газ, \$/1mmbtu

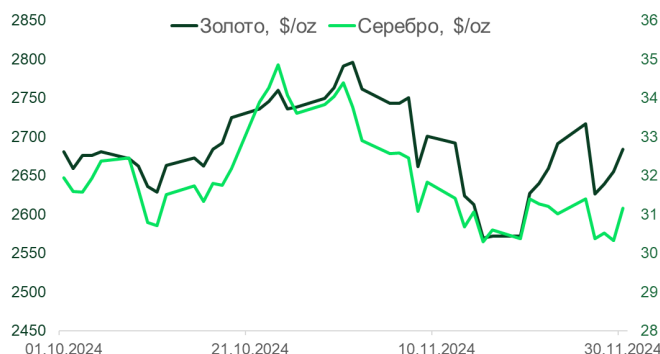


Источник: investing.com

Индекс доллара США, DXY



Источник: investing.com



Источник: investing.com

Природный газ. Цены на газ в Европе недавно достигли годовых максимумов из-за нескольких факторов. К росту цен на газ привели усиление опасений перед перебойми в поставках российского газа на фоне предупреждения австрийской компании OMV о возможном прекращении поставок из-за юридических споров с Газпромом. Дополнительный импульс к росту появился после решения Газпрома не бронировать дополнительные транзитные мощности через Украину, что ограничило доступный объем газа для европейских потребителей и создало опасения дефицита в зимний период. Сезонные факторы также сыграли свою роль: похолодание в Европе повысило отбор газа из хранилищ, хотя его запасы остаются на уровне 89%. Кроме того, сокращение объемов ветрогенерации увеличило спрос на газ как альтернативный источник энергии.

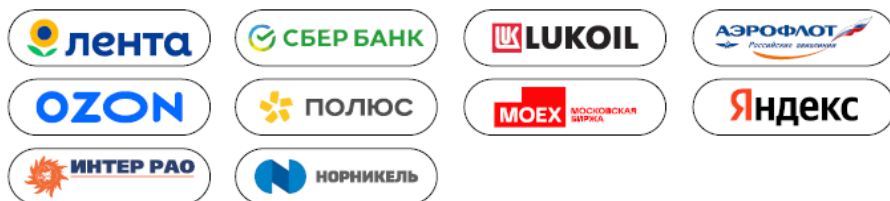
Перечисленные события сопровождаются высокой волатильностью на энергетическом рынке Европы, вызванной геополитической нестабильностью и усиливающейся диверсификацией поставок газа. Если перебои с поставками продолжатся, цены могут вырасти еще больше, что станет вызовом для экономики Европы и потребителей.

Золото. Котировки золота в ноябре опускались до двухмесячных минимумов на фоне укрепления доллара США. После победы Дональда Трампа на выборах индекс доллара вырос на 3,13%, что сократило привлекательность золота для инвесторов, так как укрепление доллара увеличивает альтернативные издержки для инвесторов на рынке золота. Дополнительным фактором падения цен стало снижение геополитической напряженности, в частности, новости о возможном прекращении огня на Ближнем Востоке, что снизило спрос на золото в качестве защитного актива.

Кроме того, ожидания дальнейшего повышения процентных ставок в США способствовали распродажам золота, так как инвесторы переключили внимание на более доходные активы, такие как акции. Технические факторы, включая пробитие ключевых уровней поддержки, также ускорили снижение цен, активировав автоматические продажи.

Таким образом, укрепление доллара, стабилизация геополитической ситуации и ожидания повышения ставок оказали давление на рынок золота. Однако в случае усиления инфляционного давления или геополитических рисков спрос на золото как на защитный актив может возрасти.

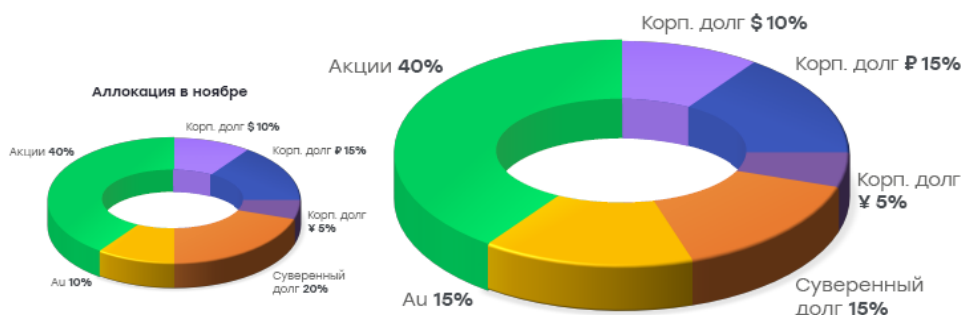
Стакан наполовину полон



ТОП-10 акций на декабрь:

- Лента
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Аэрофлот
- Озон
- Полюс золото
- Московская биржа
- Яндекс
- Интер РАО
- Норникель

Аллокация в декабре

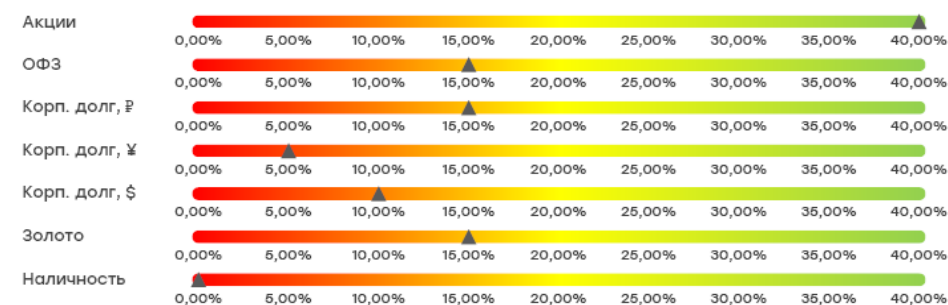


Предпосылки для роста:

- Ослабление рубля
- Низкие оценочные мультипликаторы
- Благоприятная сезонность

Риски:

- Снижение цен на углеводороды
- Инфляционная спираль
- Экономическое замедление



Трехзначные валютные курсы (к доллару США и евро) – новая реальность на российском валютном рынке, в то время как пик ослабления рубля, возможно, пока не пройден



Сильный доллар США может спровоцировать коррекцию или консолидацию на рынке золота в рамках восходящего тренда



Повышение ключевой ставки на 100 б. п. во многом уже учтено в котировках ОФЗ и может поддержать спрос на дальнем отрезке кривой

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.