

СТРАТЕГИЯ

21 МАРТА 2022

Российский фондовый рынок: готовимся к открытию

- 2 Инвестиции в ценные бумаги исторически позволяли защитить сбережения от инфляции
- 5 Когда и как откроется фондовый рынок?
- 6 Российские акции: на что обратить внимание
- 9 Взгляд на отрасли
- 13 Взгляд на рубль
- 13 ОФЗ: вернутся первыми
- 14 Санкционный пример Ирана

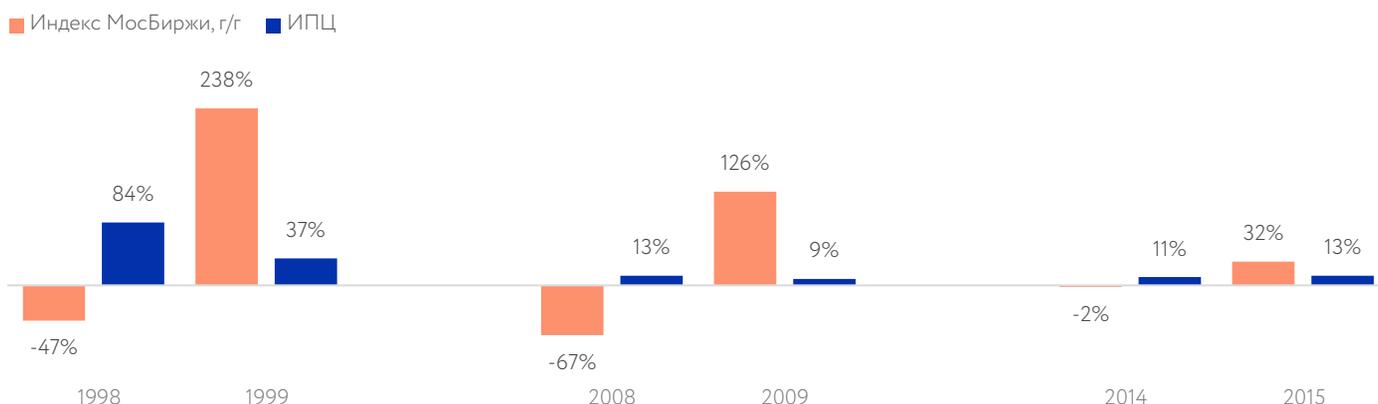
Инвестиции в ценные бумаги исторически позволяли защитить сбережения от инфляции

Текущий кризис будет тяжелым, но давать ему количественные оценки рано. Один из вопросов инвесторов – как защитить свои инвестиции в условиях высокой инфляции. Защитный потенциал таких инструментов, как валюта и недвижимость, сейчас выглядит неочевидным из-за регуляторных ограничений (валюта), низкой ликвидности и высоких ставок по ипотеке, в то время как инвестиции в ценные бумаги и сырье исторически обгоняли инфляцию.

Средняя доходность рублевого индекса МосБиржи с момента запуска в 1997 г. составила 20% против средней инфляции в 12.4%

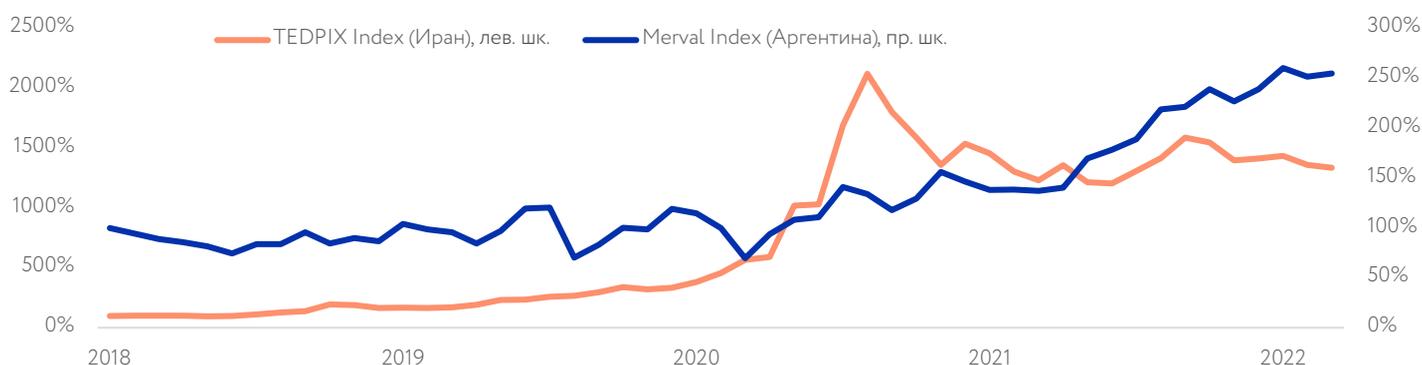
За эти 24 года инфляция семь раз обгоняла доходность рынка акций, однако впоследствии доходность рынка акций все равно оказывается выше. Например, после кризисов 1998, 2008 и 2014 фондовый рынок на следующий год демонстрировал рост в рублях на 238%, 126% и 32% соответственно. В мировой истории тоже есть примеры глубоких кризисов и падения рынков на 50%+ (нефтяной шок 1973 года, Иран в условиях санкций, дефолты Аргентины). Однако фондовый рынок всегда продолжал работать, а за глубоким спадом следовало восстановление через один-два года.

Рис 1: Изменение индекса МосБиржи после кризисов 1998, 2008 и 2014 гг.



Источник: Bloomberg

Рис. 2: Индексы бирж Ирана и Аргентины после санкций и дефолта (в нац. валютах)



Источник: TSE, Bloomberg

Взгляд на российский рынок

Тщательная подготовка к открытию рынка со стороны регулятора и участников рынка, использование средств ФНБ на 1 трлн руб., выкуп акций компаниями, благоприятная конъюнктура на сырьевых рынках, запрет на торговлю иностранным инвесторам – эти действия должны позволить избежать глубокой коррекции при возобновлении торгов. Не исключено, что многие акции (в основном компаний-экспортеров) откроются близко к ценам закрытия. Около 50% объема торгов в акциях и деривативах приходилось на иностранных инвесторов, и их уход снизит ликвидность рынка. Большие дивиденды в большинстве компаний под вопросом, но некоторые могут их сохранить.

Акции: мы отдаем предпочтение сырьевым компаниям,

которые сохраняют возможность экспортировать свою продукцию на мировой рынок и выигрывают от роста цен на сырье: Норникель, ЛУКОЙЛ, Газпром, АЛРОСА, Полиметалл, РУСАЛ. Устойчивы к кризисам инфраструктурные компании: Globaltrans, НМТП, энергетика. По мере восстановления экономики интересными станут Сбер, TCS Group, Яндекс, Магнит, VK, Система. При этом устанавливать целевые цены по акциям пока не представляется возможным, учитывая, что сырье и курсы валют чрезвычайно волатильны, а сам российский рынок закрыт.

Наши фавориты в сырьевом секторе

компания	тикер
Газпром	GAZP RX
ЛУКОЙЛ	LKOH RX
Норникель	GMKN RX
АЛРОСА	ALRS RX
Полиметалл	POLY RX
РУСАЛ	RUAL RX

Наши фавориты при восстановлении рынка

компания	тикер
Сбер	SBER RX
TCS Group	TCS RX
Яндекс	YNDX RX
Магнит	MGNT RX
Система	AFKS RX
VK	VKCO RX

Облигации: рациональное ценообразование быстрее восстановится в короткой части кривой,

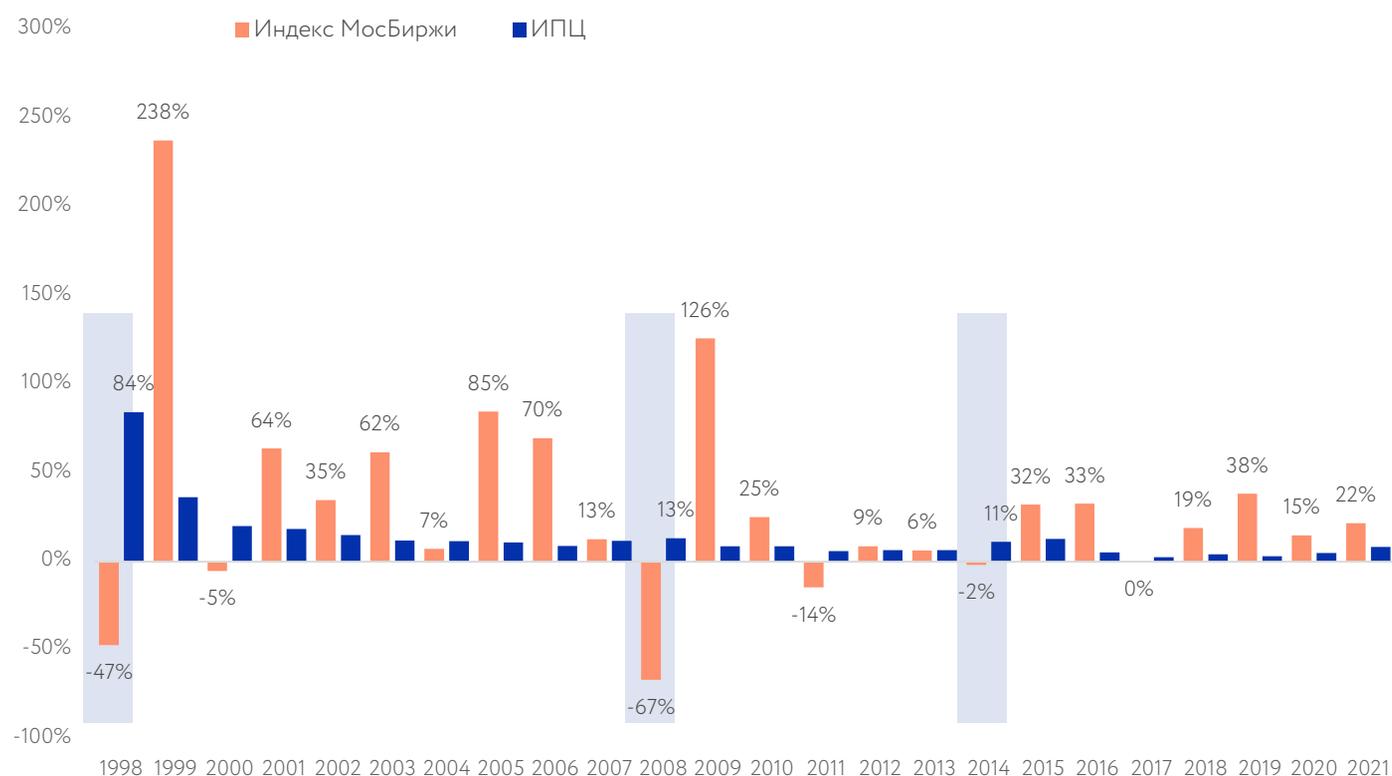
где, с одной стороны, есть явный ориентир по уровню доходности (ключевая ставка ЦБ), а с другой, у банков есть возможность использовать эти бумаги в качестве обеспечения для операций РЕПО с ЦБ. Можно предположить, что в короткой части кривой уровень доходности сформируется с некоторой премией к ключевой ставке. В дальнейшем можно будет ожидать возобновления торгов и в более длинных бумагах, где доходность сформируется ниже текущего уровня ключевой ставки.

Инвестиции в ценные бумаги исторически позволяли защитить сбережения от инфляции

Ожидаемое ускорение инфляции и дефицит валютной ликвидности оставляют российским инвесторам ограниченное количество возможностей сохранения своих сбережений. Банковские депозиты формально предлагают более 20% годовых в рублях, но сроки таких вкладов по сути пока не превышают 6 месяцев, в то время как инфляция может оказаться существенно выше. Инвестиции в недвижимость – неплохая альтернатива, предлагающая защиту от инфляции на горизонте 5-10 лет, но есть проблема ликвидности этого класса активов. Разумной альтернативой остаются вложения в акции, облигации или сырьевые товары, которые на среднесрочном (до трех лет) и долгосрочном горизонте обгоняют инфляцию. Для примера, средняя доходность рублевого индекса МосБиржи с момента своего запуска в 1997 г. составила 20% (с учетом реинвестированных дивидендов) против средней

инфляции в 12.4% за тот же период. За прошедшие 24 года инфляция семь раз обгоняла доходность рынка акций. После глубоких кризисов 1998 г., 2008 г. и 2014 г. российский фондовый рынок на следующий год демонстрировал рост в рублях на 238%, 126% и 32% соответственно. Учитывая большую долю экспортных компаний в структуре индекса, рублевые индексы восстанавливались до своих пиковых докризисных значений относительно быстро. В 1998 г. и 2014 г. это заняло меньше года, в 2008 г. – больше двух лет. После кризиса 1998 года долларовому индексу РТС потребовалось почти пять лет, чтобы вернуться на докризисный пик в 500 пунктов, а исторический рекорд индекса РТС перед кризисом 2008 (2 300 пунктов) так и не был переписан.

Рис 3: Доходность индекса МосБиржи полной доходности и динамика инфляции



Источник: Bloomberg, Росстат

Когда откроется фондовый рынок?

Открытие рынка планируется на этой неделе. В понедельник начнутся торги ОФЗ. При этом Банк России сам готов выступить покупателем бумаг, чтобы предотвратить избыточную волатильность на рынке и поддержать котировки. Несколько позже – вероятно, на этой или следующей неделе – могут возобновиться торги акциями. Возможно, сначала для торговли станут доступны наиболее ликвидные бумаги, которые входят в индекс МосБиржи, затем менее ликвидные.

Продолжительное закрытие рынка было связано с ограничениями, которые ввели международные и российские регуляторы на операции с российскими

ценными бумагами и валютой, рисками его сильного падения на открытии и возникновения маржин-коллов у клиентов, проблем с РЕПО в акциях и облигациях. Закрытие рынка позволило инвесторам спокойно оценить рыночную ситуацию, избежав необдуманных эмоциональных решений, предотвратить панику, донести денежные средства на счета, завершить расчеты между участниками рынка, оценить устойчивость финансовых организаций и обязательства по РЕПО.

Как откроется фондовый рынок?

Еще недавно мы предполагали, что рынок может открыться в рублях на 35% ниже закрытия в пятницу 25 февраля. Однако с тех пор ситуация изменилась. Тщательная подготовка к открытию рынка со стороны регулятора и участников рынка, возможное использование средств ФНБ на 1 трлн руб., готовность некоторых компаний выкупать свои акции, благоприятная конъюнктура на сырьевых рынках, запрет на торговлю для иностранных инвесторов – эти действия должны позволить избежать глубокой коррекции при открытии рынка. Не исключено, что многие акции откроются по ценам близким к цене

закрытия в пятницу 25 февраля. Скорее всего акции экспортеров откроются лучше, чем бумаги в остальных секторах (финансы, телекомы, ритейл, энергетика). Не исключены более глубокие коррекции в акциях 2-3 эшелона из-за низкой ликвидности, хотя торги в подобных бумагах могут быть открыты позже. Очевидно, что любые ожидания инвесторов относительно приближения завершения конфликта между Россией и Украиной будут оказывать положительное влияние на открытие и дальнейшую динамику рынка.

Как изменится фондовый рынок?

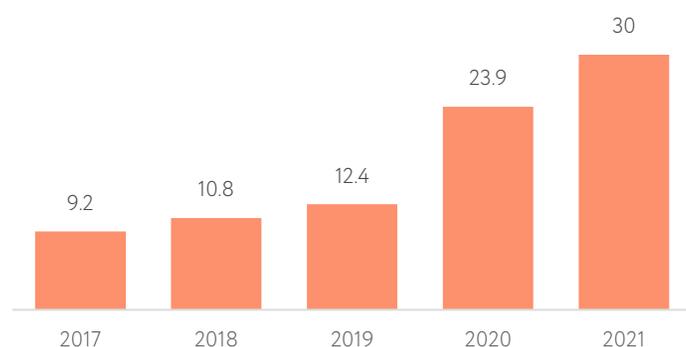
По итогам 2021 г. объем торгов акциями был почти в три раза больше, чем в 2018-2019. Среднедневной объем торгов составлял в прошлом году около 60 млрд руб. или \$800 млн в день. До кризиса около 50% объема торгов в российских акциях и деривативах приходилась на иностранных инвесторов. Их уход снизит ликвидность рынка. Кроме того, некоторые российские компании (ЛУКОЙЛ, Роснефть) уже объявили о планах выкупа акций с рынка. К ним может присоединиться ФНБ для поддержания котировок. СМИ сообщили об идее Интер РАО провести полный делистинг своих акций с биржи (компания это пока не подтвердила официально). Эти действия также приведут к дальнейшему сокращению ликвидности.

Пока остается не ясным, когда и в какой форме иностранным инвесторам будет разрешено торговать

российскими акциями. По сообщениям СМИ, российский рынок акций может быть разделен на локальный и внешний. Международные инвесторы не смогут работать на локальном рынке. Такая модель рынка функционирует в Китае. Если предположить, что не менее половины акций в свободном обращении принадлежит иностранным инвесторам, то их общая стоимость может достигать около \$30-40 млрд, что является существенной суммой. Однако здесь пока рано делать выводы.

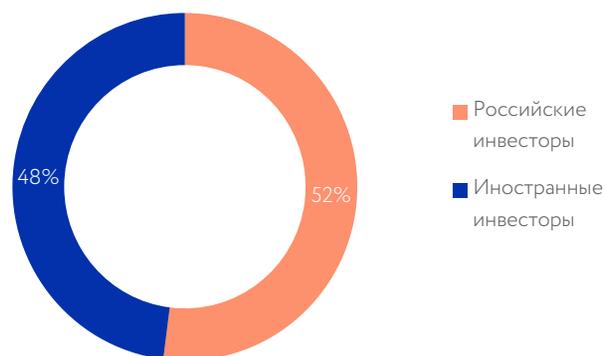
Возможно, компании чьи акции обращались в США и Великобритании в виде GDR/ADR, полностью перейдут на Московскую биржу, что будет, напротив, способствовать концентрации ликвидности на одной торговой площадке.

Рис 4: Объем торгов акциями на МосБирже, трлн руб.



Источник: МосБиржа

Рис 5: Структура объема торгов акциями на МосБирже в 2021



Источник: МосБиржа

Российские акции: на что обратить внимание

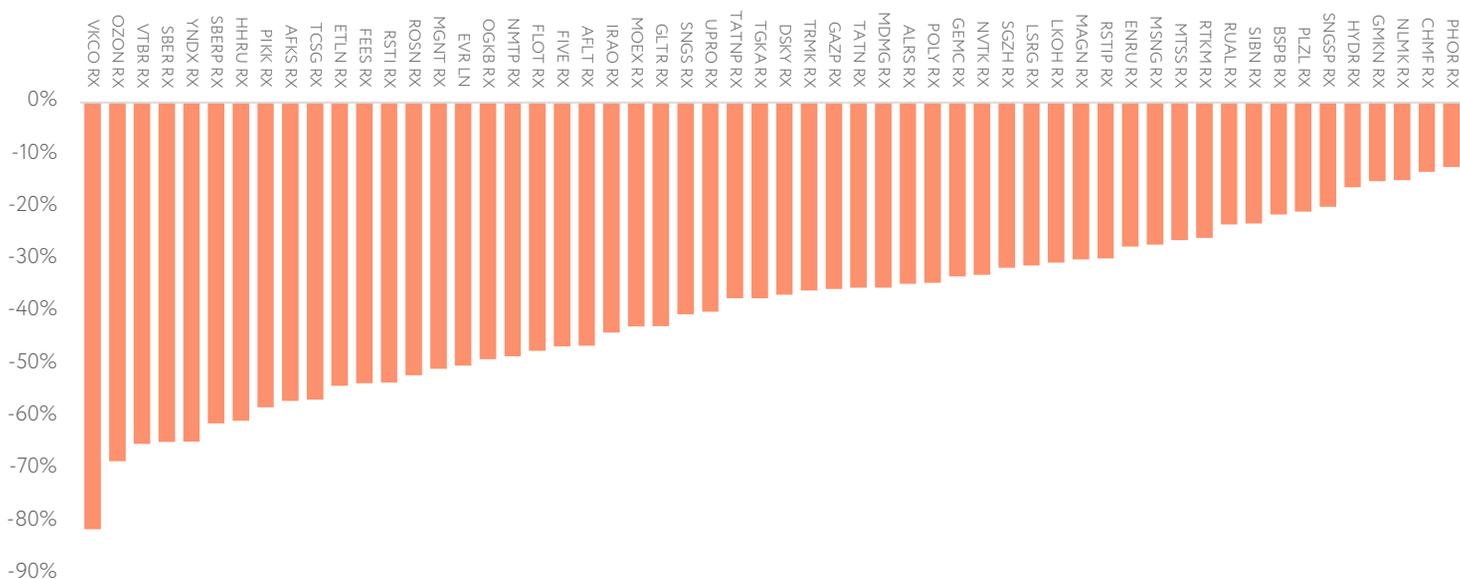
Российские экспортеры – нефтегазовый сектор, цветная металлургия и отрасль удобрений – ключевые компании, которые стоит рассматривать для инвестиций в первую очередь. Цены на многие сырьевые товары за последние недели существенно выросли, а рубль обесценился на 30%, что приведет к их рекордным доходам в этом году. Наши предпочтения среди компаний-экспортеров: Норникель, ЛУКОЙЛ, Газпром, АЛРОСА, Полиметалл, РУСАЛ. Со временем, по мере восстановления экономики, интересными для инвестиций могут стать Сбер, TCS Group, Яндекс, Магнит, VK, Система. Интересными могут быть и инфраструктурные компании: Globaltrans или крупнейшие компании в энергетике.

Важно отметить, что несмотря на очевидную устойчивость и инвестиционную привлекательность российских экспортных компаний, основное значение в инвестировании имеет непосредственно стоимость активов независимо от их финансового состояния и перспектив. За время закрытия рынка инвесторы справились со своим эмоциональным состоянием и уже адаптируются к новым рыночным условиям. Это найдет отражение в рыночных котировках, когда рынок откроется.

Скорее всего, акции экспортеров откроются на рынке лучше, в то время как бумаги компаний других отраслей – хуже рынка. Как мы писали ранее, не исключены более глубокие коррекции в менее ликвидных акциях. В этой ситуации инвесторам важно понимать, какие акции выглядят переоцененными, какие оцениваются рынком справедливо с учетом текущей рыночной ситуации, а какие выглядят неоправданно перепроданными. Исторически наиболее падение в акциях наблюдалось в отраслях, которые больше других страдали в кризис или были малоликвидными, но при этом восстанавливались эти акции также быстрее рынка. Таким образом, при составлении инвестиционного портфеля не следует нацеливаться исключительно на экспортеров, а стараться смотреть на рынок шире.

Наши инвестиционные предпочтения: **Норникель, ЛУКОЙЛ, Газпром, АЛРОСА, Полиметалл, РУСАЛ.**
По мере восстановления экономики интересными для инвестиций могут стать **Сбер, TCS Group, Яндекс, Магнит, VK, Система.**

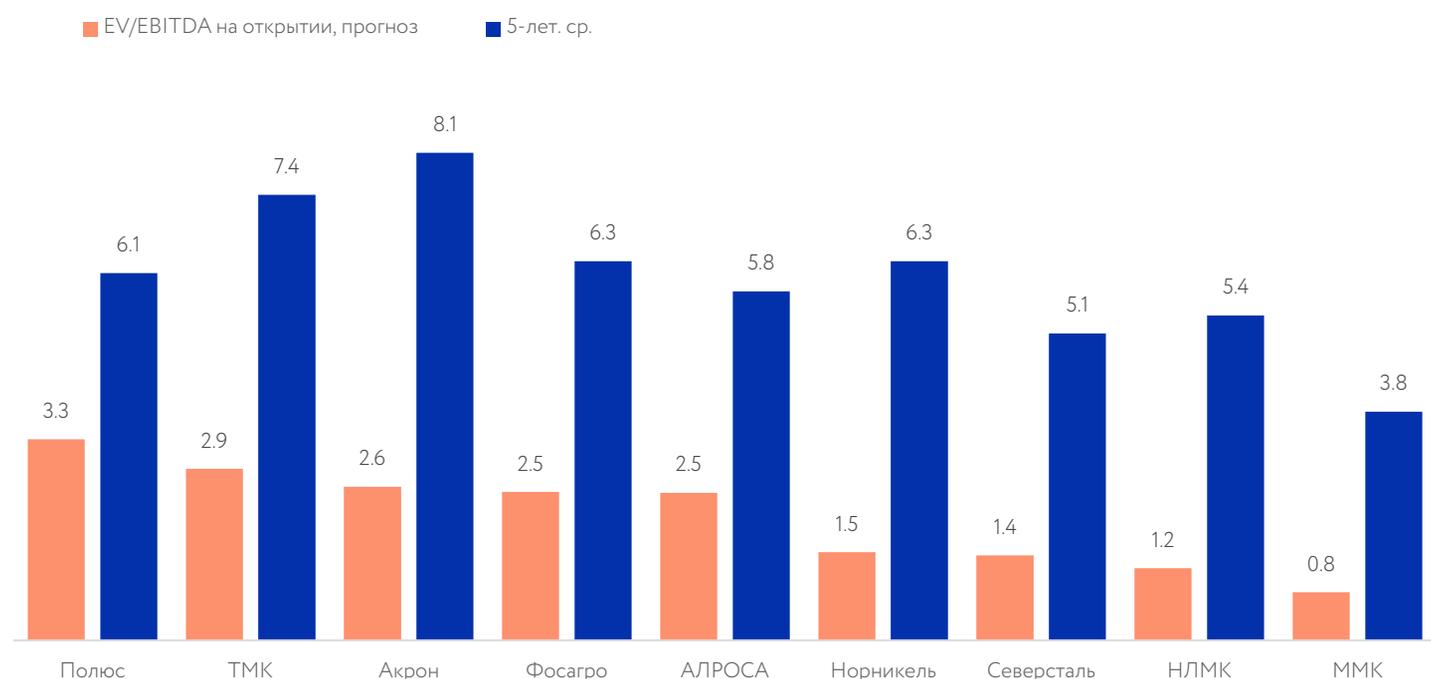
Рис. 6: Динамика российских акций с пика индекса МосБиржи в октябре 21 по 25 февраля 2022 г



Источник: Bloomberg

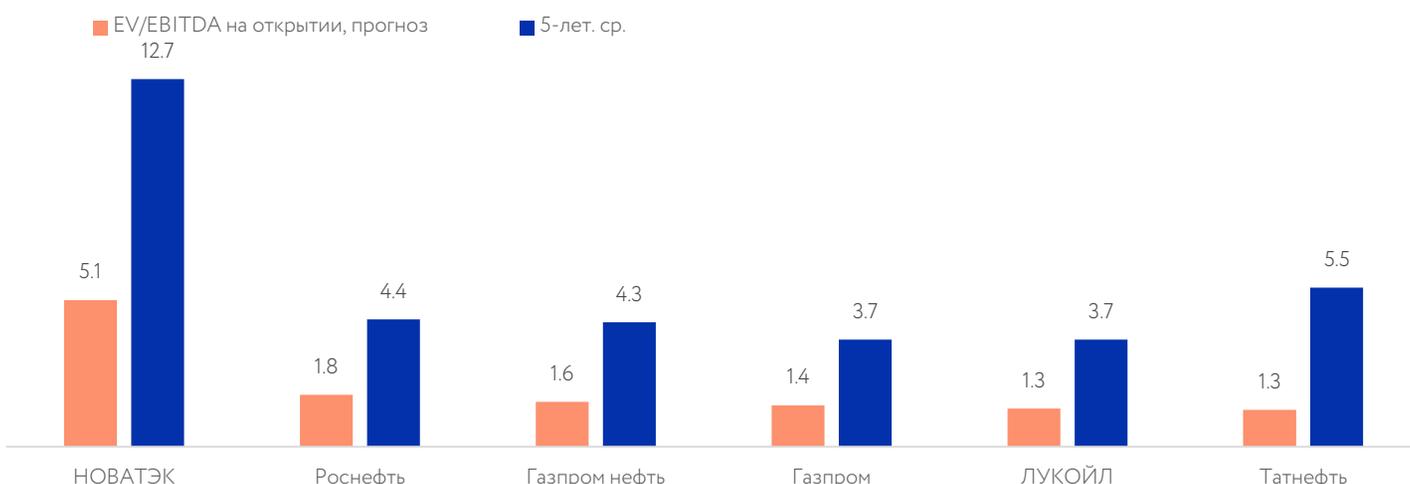
В нашем недавнем отчете про перспективы экспортных отраслей мы оценивали компании по EV/EBITDA в диапазоне от 1.0x до 3.0x с учетом текущих цен на сырье и курса рубля. В докризисное время эти отрасли и компании оценивались в 6-7x EV/EBITDA, а международные аналоги – в 10x+ EV/EBITDA.

Рис. 7: Горно-металлургический сектор: приблизительные мультипликаторы EV/EBITDA на открытии



Источник: Bloomberg, оценки АТОН

Рис. 8: Нефтегазовый сектор: приблизительные мультипликаторы EV/EBITDA на открытии

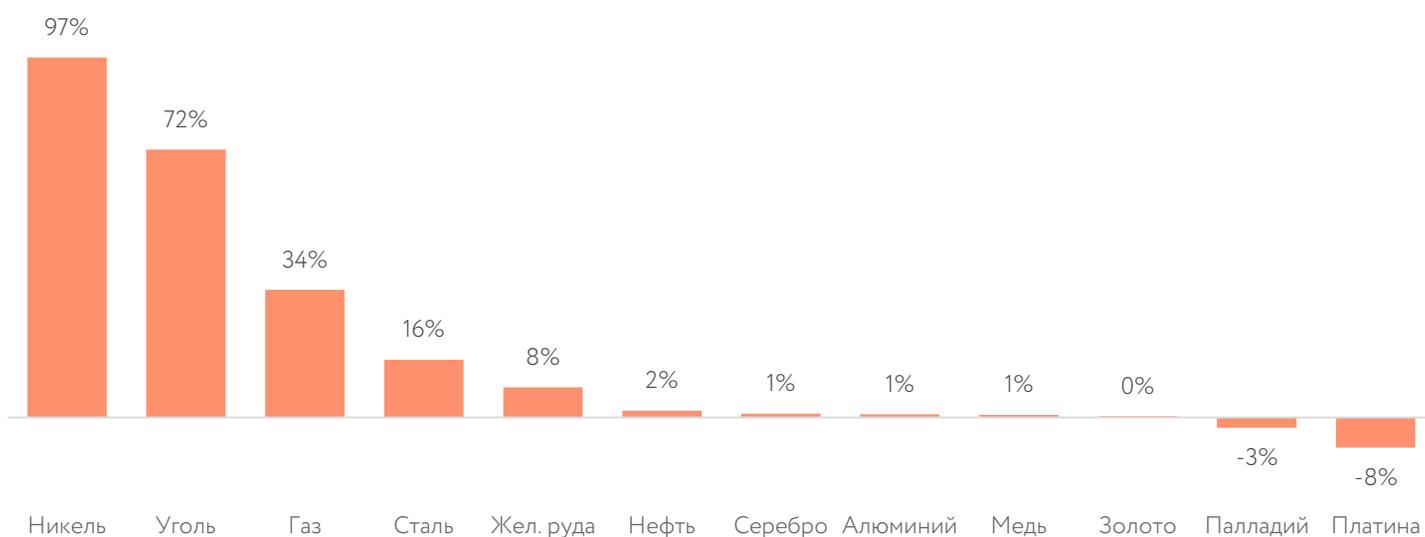


Источник: Bloomberg, оценки АТОН

Давать сейчас конкретные инвестиционные рекомендации и устанавливать целевые цены по российским акциям пока не представляется возможным учитывая, что цены на сырье и курсы валют чрезвычайно волатильны, а сам российский рынок пока закрыт. В текущей ситуации невозможно достоверно прогнозировать, какими будут цены на сырье и валютный

курс в этом году или какие возможны новые санкции. Однако вполне возможно опираться на исторические долгосрочные тренды, которые говорят о том, что рынок стремится восстанавливаться. По мере стабилизации экономической и политической ситуации мы возобновим аналитическое покрытие.

Рис 9: Динамика цен на сырьевые товары с начала 2022



Источник: Bloomberg, расчеты АТОН

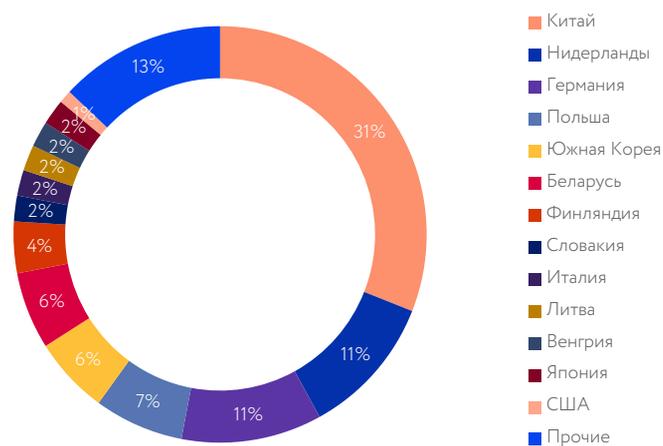
Наш взгляд на отрасли

Сырьевой сектор

В мире сейчас происходит столько революционных изменений (не только в контексте санкций против России), что очень сложно дать качественные прогнозы относительно перспектив сырьевого рынка в этом году и его влияния на финансовые показатели компаний. Действительно, санкции против России привели к драматическому росту цен на многие сырьевые товары в начале марта. Цена на нефть превысила \$120 за баррель, цена на никель достигала \$100 тыс. за тонну. Однако за последние две недели цены на многие сырьевые товары заметно скорректировалась вниз, некоторые вернулись к докризисным значениям. Например, основной причиной коррекции цен на нефть

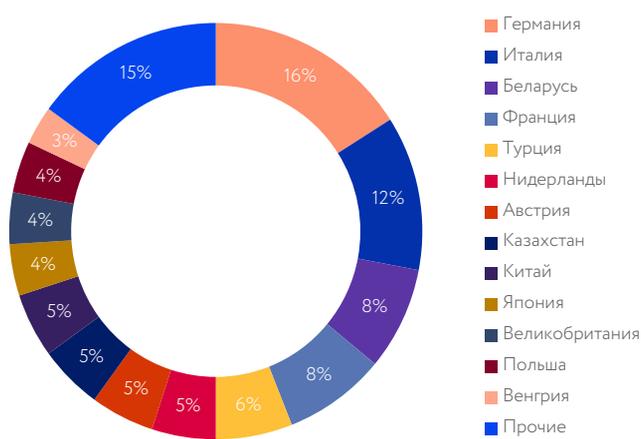
к \$100, вероятно, стала вспышка коронавируса в Китае, что предполагает ухудшение прогнозов экономического роста страны - на изоляцию отправили больше 30 млн человек. С другой стороны, ускорение инфляции в США до почти 8% г/г и других странах говорит в пользу дальнейшего роста цен на сырьевые товары, как инструмент хеджирования инфляции. Контраргумент - планы ФРС более агрессивно повышать ставку (до 7 раз в этом году) может со временем привести к рецессии в США и Европе, что в свою очередь может повлечь за собой снижение спроса на сырьевые товары и, напротив, будет препятствовать росту цен.

Рис. 10: Экспорт нефти из России по странам, %



Источник: Росстат

Рис. 11: Экспорт газа из России по странам, %

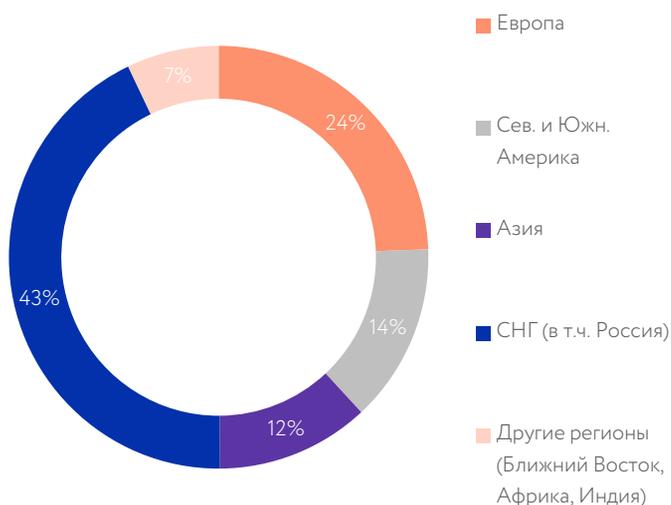


Источник: Росстат

Экспорт российской нефти сталкивается с существенными трудностями, но пока остается в целом устойчивым по объемам, падая меньше, чем на 1 млн барр./сут. Снижение продаж затронуло в основном спотовый рынок, в то время как поставки по долгосрочным контрактам сохраняются почти в полном объеме. В то же время наблюдается увеличение дисконта на нефть марки Urals, который достигает \$20

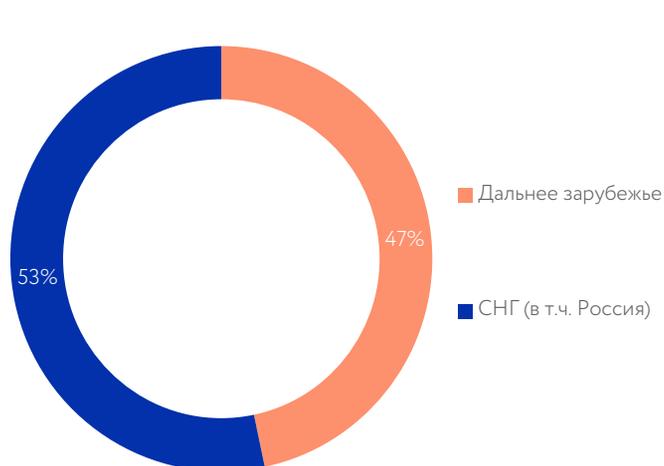
за баррель, что является существенным с точки зрения влияния на доходы компаний. Среди российских нефтяников мы отдаем предпочтение ЛУКОЙЛу - частной компании с понятными качественными активами и прозрачной дивидендной политикой. Другим фаворитом сектора остается Газпром, который продолжает экспортировать свою продукцию в полном объеме.

Рис. 12: Сегментация выручки в горно-металлургическом секторе



Источник: данные компании, оценки АТОН

Рис. 13: Сегментация выручки в нефтегазовом секторе



Источник: данные компании, оценки АТОН

Финансовый сектор

Экономические кризисы всегда оказывают наиболее болезненное влияние на финансовый сектор и в первую очередь на банки. Оценивать масштаб потерь пока рано, так как он зависит от продолжительности кризиса, но, очевидно, они будут серьезными. Мы ждем резкого падения процентных доходов банков и увеличения просрочек по кредитам из-за роста процентных ставок. Например, у многих заемщиков кредиты с плавающей процентной ставкой, которые сложно обслуживать в настоящий момент. С другой стороны, есть длинные ипотечные кредиты, которые были выданы по фиксированным низким процентным ставкам, в то время как фондирование для них сейчас сильно выросло. Важно понимать, что инвестиции в акции банков – это ставка на рост экономики и снижение процентных ставок. Очевидно, эти тенденции

сформируются, но не сейчас. Крупнейшие государственные банки Сбер и ВТБ справятся с кризисом, но падение их доходов может быть значительным и зависит от продолжительности экономического спада. Мы полагаем, что в меньшей степени от кризиса пострадает TCS Group: организация не входит в санкционные списки и работает в разных сегментах финансового рынка. Банк является нашим фаворитом в секторе. С точки зрения оценки, акции TCS Group и Сбера на момент закрытия в пятницу торговались по P/BV – 3.0x и 0.5x соответственно. Мы считаем эти оценки справедливыми с учетом текущей рыночной конъюнктуры. Однако в случае дальнейшей коррекции этих бумаг они могут стать интересными для инвестирования.

Телекомы/IT

В краткосрочной перспективе (на горизонте одного года) мы прогнозируем, что компаниям сектора придется непросто и кризис их затронет в полной мере. Однако со временем ситуация начнет улучшаться – уход с российского рынка иностранных игроков укрепит рыночные позиции российских технологических чемпионов, и их доходы вернуться на докризисную траекторию. На это может потребоваться 1-2 года. Сейчас компании сектора несут инвестиционные расходы в валюте на приобретение иностранного оборудования. Кроме того, зарплаты IT-специалистов отчасти валютные, так как у многих есть возможность работать в других странах, сохраняя свои доходы на фоне подешевевшего рубля. С другой стороны, мы ждем падения темпов роста выручки IT-компаний из-за сокращения рекламного рынка. В частности, доля рекламных доходов Яндекс и VKCO в выручке составляет около 50%. Уход с российского рынка большинства международных рекламодателей, а также сокращение расходов на рекламу локальных игроков

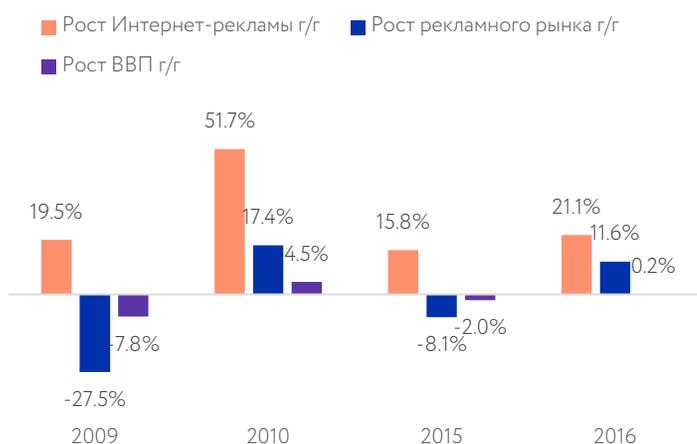
в условиях кризиса могут привести к сокращению рекламного рынка в интернете на 10-20%. Для сравнения, после кризиса в 2015 г. рекламный рынок снижался на 10%. В дальнейшем, по мере восстановления экономики, тренд изменится. Ограничение сервисов в России со стороны международных IT-гигантов, включая Google, Amazon, Facebook, Instagram приведет к росту доли рынка Яндекс и VKCO. Повышенным спросом будут пользоваться их облачные решения, социальные сети, контекстная реклама. Таким образом, мы считаем инвестиции в Яндекс и VKCO интересными для долгосрочного инвестирования. Что касается телекомов (МТС, VEON, Ростелеком), хороших драйверов роста мы здесь пока не ждем до тех пор, пока российская экономика не вернется на рельсы устойчивого развития.

Ритейл и потребительский сектор

Рост инфляции приведет к ускорению темпов роста выручки продовольственных ритейлеров в 2022 и 2023 годах. В краткосрочной перспективе это позволит лидерам сектора (Магнит и X5) показать хорошие результаты, так как высокая инфляция в целом

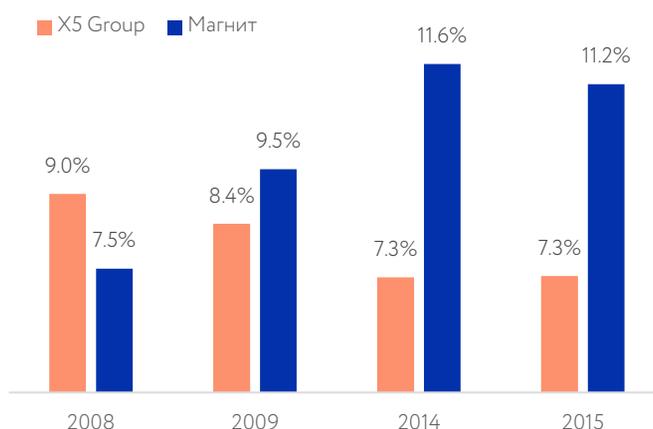
положительна для сектора, хотя и приводит к смещению спроса к более доступным категориям товаров. При этом, мы не ожидаем улучшения прибыльности ритейлеров из-за роста издержек, связанных с операционными затратами и логистикой.

Рис. 14: Динамика рынка рекламы в периоды кризисов



Источник: данные компании

Рис. 15: Рентабельность по EBITDA ритейлеров в периоды кризисов



Источник: данные компании

Недвижимость

Рост ставок по ипотеке до 20% приведет к сильному снижению спроса и цен на недвижимость в ближайшие месяцы. Однако в дальнейшем мы ожидаем реализацию господдержки отрасли, которая будет заключаться в предоставлении субсидированных ипотечных ставок не выше 10%, а также льготных кредитов застройщикам. Возможно, застройщики получат возможность досрочно раскрывать счета «эскроу» для доступа к денежным средствам. В итоге это может привести

к восстановлению спроса и росту рублевых цен на недвижимость, которая всегда рассматривалась в России, как объект для консервативных инвестиций. Что касается акций девелоперов, то учитывая их невысокую ликвидность и довольно сложную бизнес-модель, мы считаем их пока мало интересными для инвестиций до тех пор, пока экономическая ситуация не стабилизируется.

Энергетика

Формально этот сектор в меньшей степени страдает от кризиса и санкций. Энергетические компании продолжают стабильно вырабатывать и продавать электроэнергию на внутреннем рынке. Компании по-прежнему будут прибыльными, а некоторые, вероятно, сохраняют свои дивиденды. В целом, интерес инвесторов к этому сектору всегда был достаточно ограниченным. При этом из-за низкой ликвидности, некоторые компании сектора в периоды глубоких коррекций могут

снижаться неоправданно сильно, но впоследствии опережать рынок во время восстановления. Здесь наиболее интересными представляются акции Интер РАО и РусГидро. Первая, по сообщениям СМИ, рассматривает возможность делистинга и ухода с биржи. Такой шаг возможен, учитывая, что Интер РАО одна из самых недооцененных компаний российского рынка и при этом обладает огромным запасом денежных средств, которые можно использовать для выкупа.

Перспективы дивидендов

Раньше мы много писали о высоких дивидендах российских компаний, которые будут выплачены в этом году. По мере коррекции рынка с начала года потенциальные дивидендные доходности российских компаний доходили до 20-25%+. Однако сейчас ситуация радикально изменилась и стала неопределенной. Очевидно, что некоторые компании скорее всего отменят дивиденды, кто-то сократит, а кто-то перенесет для прояснения экономической и политической ситуации. Мы думаем, что от дивидендов откажутся финансовые организации, так как им необходимо поддержать капитал. Сократить дивиденды могут частные сырьевые компании, в том числе металлургические, которые всегда были лидерами

по доходности, но сейчас испытывают давление из-за санкций, ограничений экспорта и требований правительства снизить цены на внутреннем рынке, ограничив свою рентабельность. Остается открытым вопрос про дивиденды госкомпаний – Газпрома, Роснефти, АЛРОСА, РусГидро, Газпром нефти, которые в том числе поступают в бюджет. Если ожидаемые дивиденды по этим компаниям сохранятся, их дивидендная доходность по-прежнему будет составлять 20-25%, что сейчас сопоставимо с уровнем процентных ставок в экономике. В частности, в Газпроме мы ожидали ранее около 47 руб. на акцию, что дает 21% доходности. Аналогичная дивидендная доходность может быть в акциях АЛРОСА и ЛУКОЙЛа.

Остается открытым вопрос про дивиденды госкомпаний – Газпрома, Роснефти, АЛРОСА, РусГидро, Газпромнефти, которые в том числе поступают в бюджет. Если ожидаемые дивиденды по этим компаниям сохранятся, то их дивидендная доходность будет составлять 20-25%, что сопоставимо с уровнем процентных ставок в экономике.

ОФЗ: вернутся первыми

В начале марта российский регулятор принял решение о приостановке торгов акциями и облигациями на фоне волны антироссийских санкций, которые вводились западными странами. Этот шаг был предпринят для того, чтобы ограничить потенциальную волатильность, обусловленную исключительно высоким уровнем неопределенности. В понедельник 21 марта торги ОФЗ будут возобновлены, потому что без этого невозможно полноценное функционирование финансовой системы страны. ЦБ готов при необходимости покупать ОФЗ для поддержания рынка и снижения волатильности, что оправданно. В дальнейшем ЦБ планирует реализовать купленные ОФЗ обратно в рынок.

На наш взгляд, рациональное ценообразование быстрее всего восстановится в короткой части кривой, где, с одной стороны, есть явный ориентир по уровню доходности (каковым является ключевая ставка ЦБ, повышенная до 20%), а с другой, у основных участников рынка – коммерческих банков – есть возможность

использовать эти бумаги в качестве обеспечения по операциям РЕПО с ЦБ РФ. Таким образом, можно предположить, что в короткой части кривой уровень доходности сформируется с некоторой премией к ключевой ставке.

В дальнейшем можно будет говорить о возобновлении торгов и в более длинных бумагах. Можно предположить, что доходность в этой части кривой сформируется на уровне ниже текущего значения ключевой ставки. Дело в том, что в среднесрочной перспективе сохранение столь высокого уровня ставки ЦБ (даже несмотря на высокий уровень инфляции) является неблагоприятным для экономического роста, и поэтому есть высокая вероятность ее снижения. Таким образом кривая скорее всего в течение некоторого времени будет оставаться инвертированной, а доходность по долгосрочным бумагам может стабилизироваться на уровне 15-17% годовых.

Взгляд на рубль

Сейчас в России введены меры по контролю за движением капитала. К примеру, платежи по внешнему долгу в валюте можно будет осуществлять только по специальному разрешению правительственной комиссии. Кроме этого, произошла серьезная девальвация рубля, что сильно бьет по импорту. Отрицательно на нем сказывается и нежелание иностранных компаний работать с Россией. На уровне экспорта ситуация гораздо более конструктивная. Да, есть эмбарго со стороны США и Великобритании на покупку российских энергоносителей, но от этого весь российский экспорт не разрушится – это не столь существенная цифра. Да, есть проблемы с логистическими цепочками, но при этом цены на товары российского экспорта заметно

выше, чем это было в прошлом году. Можно ожидать, что в этом году профицит по торговому счету составит более \$200 млрд, и если вспомнить, что есть требование по продаже 80% валютной выручки со стороны экспортеров, то получается, что общий объем продаж на валютном рынке в этом году составит свыше \$160 млрд. Это очень большая цифра, и она позволит покрыть не только весь спрос на валюту, который формируется в России, но и сделать это с избытком.

При прочих равных условиях можно ожидать, что курс рубля будет формироваться на основе рыночных механизмов, как это было в последние 8 лет.

Перспективы российских расписок

С начала ввода санкций европейские и американские фондовые биржи в Лондоне и Нью-Йорке остановили торги ADR/GDR на российские акции. Разбираемся, что это значит и какие могут быть последствия для их держателей.

Обращаем внимание, что торги остановлены почти по всем российским компаниям: государственным подсанкционным (Сбер, ВТБ), частным компаниям, которые никогда не попадали под санкции (ЛУКОЙЛ, ФосАгро, Яндекс, Полюс, VK, ГК Эталон, О'Кей), а также по компаниям, которые формально не являются российскими, а имеют другую юрисдикцию (TCS Group, Globaltrans, Global Ports, Fix Price). При этом в Лондоне и Гонконге продолжают торговаться акции Полиметалла и Русала.

Мы обсуждаем с российскими и иностранными депозитариями сложившуюся ситуацию. Основная причина остановки торгов расписками – необходимость разобраться с большим количеством санкций и предписаний, которые накладывают регуляторы, как международные так и российские. Приостановка расчетов между НРД и Euroclear также делает невозможной свободную конвертацию расписок в акции. При этом депозитарии отмечают, что нет предписаний о полной блокировке и отмене ADR/GDR программ российских эмитентов. Мы полагаем, что биржи и банки депозитарии сейчас ведут диалоги с регуляторами для прояснения ситуации. Мы надеемся, что со временем торги возобновятся и возможность конвертации расписок в акции восстановится.

Что такое ADR/GDR?

Американская/глобальная депозитарная расписка – производная ценная бумага на акции иностранной компании. ADR/GDR котируются на иностранной бирже, отличной от места юридической регистрации эмитента и в валюте биржи.

Как это работает технически?

Российская компания-эмитент (предположим, Сбербанк) выпускает расписки на свои акции на международной бирже. Для этого она заключает договор с иностранным банком-депозитарием (предположим, JP Morgan). При выпуске расписок используется российский банк-кастодиан, где заложены акции выделенные под ADR программу и иностранный банк-депозитарий программы ADR, который выпускает на каждую акцию

определенное количество ADR, а также ведет учет их владельцев. В расчетах также задействованы депозитарии НРД и Euroclear для списания и зачисления расписок/акций на счета инвесторов. Для стабильного функционирования ADR программы расписки должны свободно конвертироваться в акции и наоборот. Для этого не должно быть ограничений в расчетах между НРД и Euroclear.

Какие возможны дальнейшие действия с российскими ADR/GDR?

1. Возобновление торгов расписками и восстановление свободной конвертации в акции по желанию акционера, как это было ранее. Для этого необходимо возобновление расчетов между депозитариями после получения всех разъяснений от регуляторов. В частности, от OFAC, FCA и ЦБ. Инвестор сможет продать свои ADR на бирже, как обычно, или конвертировать свои ADR в акции, перевести в НРД и при желании продать на российской бирже. Для этого акционер направляет банку-депозитарию поручение на погашение ADR/GDR и встречное поручение на зачисление акций в НРД.

2. Добровольное завершение депозитарной программы эмитентом. Программу может завершить сам эмитент. В этом случае банк-депозитарий информирует всех владельцев расписок о прекращении действия программы не менее чем за 30 дней до ее окончания. Затем ADR/GDR конвертируются в акции компании-эмитента. Владельцы расписок также должны подать заявление о переводе бумаг в другой депозитарий (предполагаем, что это НРД). У банка депозитария также должна быть возможность перевода акций в НРД. Повторим, что пока такой возможности нет, так как депозитарии и специализированные агенты, которые ведут расчеты ждут разъяснений от регуляторов. Предполагается, что все корпоративные действия и связи восстановятся после получения соответствующих разрешений и лицензий от регуляторов. Вероятность получения таких решений достаточно высокая, так как отвечает интересам международных инвесторов, у которых в российских акциях вложены миллиарды долларов.

3. Принудительное завершение депозитарной программы. Те компании, которые попали в SDN-лист (из публичных пока только ВТБ), должны в течение трех месяцев (до конца мая) прекратить сотрудничество

с банком-депозитарием программы ADR. В этой ситуации возникает ряд вопросов: сможет ли банк-депозитарий перечислить акции обратно в НРД, и что будет, если не сможет. На данный момент у нас ответов на этот вопрос нет. Опять же он пока актуален только для владельцев GDR ВТБ. Однако существуют риски, что в SDN-лист могут попасть и другие компании.

4. В программах ADR есть пункт, по которому в случае невозможности перечислить акции владельцам (например, тем, кто просто не подал поручение на конвертацию расписок в акции) в течение определенного периода времени (4-6 месяцев), банк-депозитарий имеет право реализовать расписки на бирже по любой цене, получить за них деньги, раздать их держателям ADR и после этого уже полностью ликвидировать программу. Однако и в этом случае возникает вопросы относительно подсанкционных компаний: каким образом можно продать расписки, если нет торгов и покупать их запрещено.

Подводя итоги, мы не можем сказать, как быстро возобновятся торги расписками и возникнет возможность их конвертации в акции. На данный момент, основная причина остановки торгов – получение разъяснений регуляторов на фоне введения разнообразных санкций различными странами, включая встречные ограничения со стороны России и остановки торгов акциями в России. Мы предполагаем, что в скором времени будут найдены решения, которые позволят владельцам расписок продолжить торговлю на международных биржах или в противном случае конвертировать их в акции и перевести на Московскую Биржу.

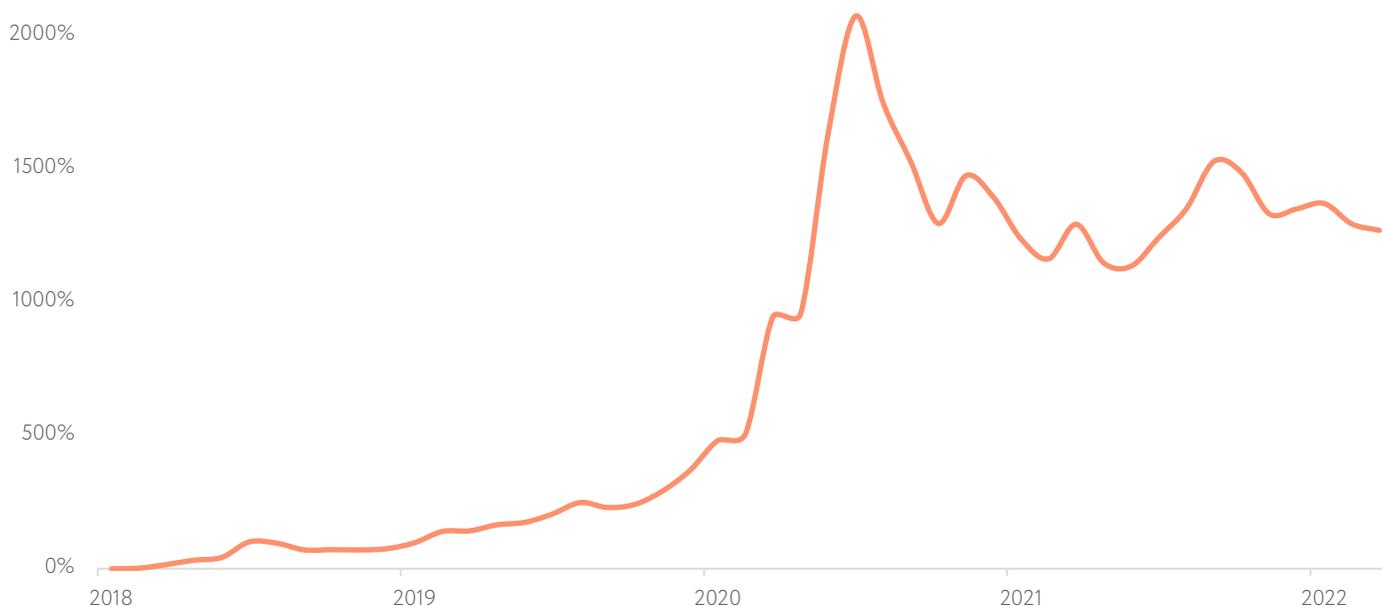
Санкционный пример Ирана

После введения масштабных санкций против России, у многих возник интерес к аналогичной ситуации в Иране. Сразу отметим, что политическая и экономическая ситуации в Иране и России в целом различаются. Например, в России пока сохраняется экспорт сырья, что позволяет поддерживать положительный торговый баланс.

В ответ на развитие Ираном собственной ядерной программы в 2012 году США и ЕС ввели санкции против Ирана. Помимо ограничения импорта из Ирана, в первую очередь нефти, они также включали в себя ограничения на операции с ЦБ Ирана и заморозку его активов (более 90% активов объемом \$120 млрд попали под санкции). В январе 2016 между постоянными членами Совбеза ООН и Ираном был подписан совместный всеобъемлющий план действий (СВПД), облегчающий санкции взамен на сокращение ядерной программы под контролем МАГАТЭ. Экономическая ситуация в Иране стабилизировалась. Однако все изменилось после выхода США из СВПД, когда все

санкции вновь обрели силу. С того момента официальный курс иранского риала обесценился в 4,3 раза, а неофициальный рыночный курс в 25 раз. Для сравнения индекс иранской биржи TEDPIX вырос более чем в 13,7 раз. Реальная среднегодовая доходность индекса за этот отрезок составила более чем 29%. Это объясняется несколькими факторами. Первый заключается в экспортном характере иранских компаний (более 75% доходов экономики), что дает им возможность получать выручку в иностранной валюте, а нести расходы в обесцененной местной валюте. Вторым фактором является ключевая ставка ЦБ Ирана, которая составляет 18% с 2018 года. Это ниже среднегодовой инфляции в 2018–2021 на уровне 35%. Как следствие, ставки по вкладам в банках не позволяют населению хотя бы просто сохранить свои средства, стимулируя его к инвестициям на фондовом рынке. В 2012-18 ситуация была иной - ЦБ Ирана держал ставку выше уровня инфляции, что мотивировало людей сохранять деньги в банках, в то время как интерес к рынку акций был низким, и их стоимость особенно не росла.

Рис. 16: Динамика TEDPIX после возобновления санкций США



Источник: Tehran Stock Exchange

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в настоящем Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в настоящем Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в настоящем Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний.

Любые суждения или мнения, представленные в настоящем Отчете, актуальны на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. На данный материал не распространяются какие-либо запреты относительно распространения инвестиционно-аналитических продуктов. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целом, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации.

Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о ценных бумагах такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках. <https://www.aton.ru/upload/iblock/dd7/dd74a0e859a5888fd7baf0da3014baa.pdf>

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

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента. Данный финансовый инструмент не является банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент не гарантированы государством.

Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части. Информацию, содержащуюся в данном материале, не следует рассматривать в качестве предложения, приглашения или побудительной причины приобрести либо продать те или иные ценные бумаги либо прочие финансовые инструменты; она не является советом или индивидуальной инвестиционной рекомендацией либо другой формой выражения нашего мнения о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым или иным интересам, ожиданиям по доходности от операций с финансовыми инструментами, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для вас риске убытков от таких операций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или иным вашим интересам.

Система рейтингов

Используемая в настоящем Отчёте шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

Выше рынка	Ожидаемая совокупная доходность выше 15%
Нейтрально	Ожидаемая совокупная доходность от 0% до 15%
Ниже рынка	Ожидаемая совокупная доходность ниже 0%

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего Отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев.

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рейтинги могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Рейтинги присваиваются в момент начала аналитического освещения соответствующих ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рейтинга и предусмотренных соответствующим рейтингом. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рейтинг пересматривается», и в этот период ранее присвоенный рейтинг может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения рейтинга. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

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

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

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

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

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

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

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации www.cbr.ru
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) www.naufor.ru
- Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА) www.new.nfa.ru/

Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия ООО «АТОН».

© ООО «АТОН», 2022. Все права защищены.