

Центр аналитики
и экспертизы ПСБ

СТРАТЕГИЯ 2024

Через тернии
к звёздам



ПСБ Аналитика

- В I квартале 2024 г. допускаем закрепление **курса рубля** ниже 90 руб. за доллар. Далее курс может вернуться в диапазон 90–100 руб./долл., где останется до конца года.
- Рост **ВВП РФ** в 2024 г. замедлится до 1,2%, т.к. фаза активного восстановления внутреннего спроса завершится, а жёсткие денежно-кредитные условия в I полугодии сохранятся.
- В первой половине года также ждём, что **инфляция** стабилизируется на уровне 8–8,5% г/г. Снижение начнётся в III квартале, что позволит ЦБ РФ приступить к постепенному снижению ключевой ставки.
- Среднегодовая цена на **нефть Brent** в 2024 г. составит \$85/барр. Рынок будет практически сбалансирован по спросу-предложению.
- В начале 2024 г. ожидается торможение мировой экономики, которое может привести к охлаждению **рынка США**. Подорожавший сектор hi-tech замедлит темпы роста, а традиционные сектора, наоборот, станут более востребованы. Это позволит S&P 500 выйти в зону 5000–5300 пунктов.
- Для **российского рынка акций** начало 2024 г. будет сложным из-за высоких процентных ставок. Тем не менее ждём роста рынка. Целевой уровень по индексу МосБиржи – 3800 пунктов.
- Лучше рынка будут отстающие от рынка металлурги, из внутренних отраслей – бумаги потребсектора и ИТ. Акции банков и нефтяников, ставшие дивидендными историями, могут двигаться вместе с рынком на фоне плавного снижения ставок и стабильного рубля.
- Основой **облигационного портфеля частного инвестора** могут стать корпоративные облигации с плавающим купоном (рейтинг AAA-A). Весной при сигналах снижения ставки можно сократить долю флоатеров в портфеле (и оставить менее 50%) в пользу корпоративных облигаций с рейтингом AAA-A. Замещающие облигации стоит сохранить в портфеле для хеджирования валютного риска.

ТОП-5 акций 2024

Сбербанк +22%

Стабильные дивидендные выплаты в ближайшие годы. По-прежнему самая надёжная идея на рынке.

Транснефть +30%

Хорошая дивидендная доходность с минимальным риском. Сплит бумаг в начале 2024 г. увеличит их привлекательность для частных инвесторов.

Северсталь +30%

Сохранение благоприятной конъюнктуры и ожидания возврата к выплатам дивидендов с потенциальной доходностью более 10%.

Магнит +29%

Ставка на возвращение акций в I котировальный список и щедрые дивиденды в будущем.

Самолёт +35%

Активно развивающийся девелопер, акции которого имеют наибольший потенциал роста в секторе.

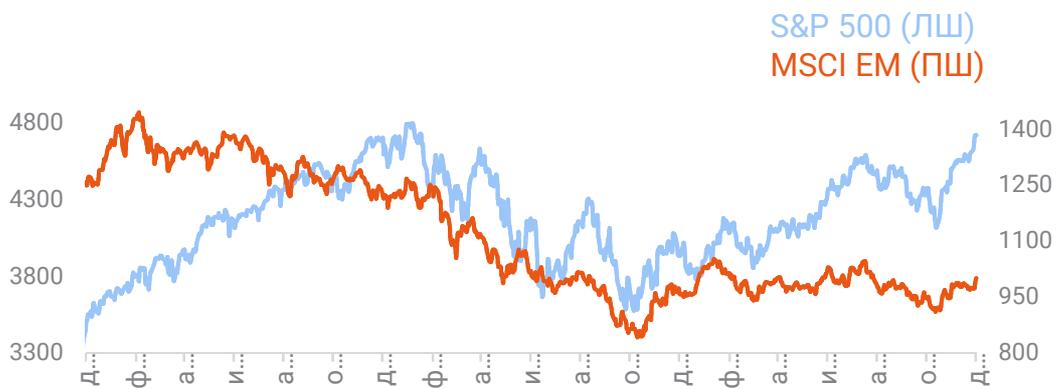
Снижение ставки ФРС США поддержит экономику и рынки

Индекс S&P 500 завершает 2023 год вблизи исторических максимумов. В основе роста – снижение долларовых ставок. Его поддерживают:

- торможение инфляции,
- ожидание начала цикла снижения ключевой ставки ФРС весной,
- крепость американской экономики и уверенность инвесторов в реализации в 2024 г. сценария мягкого и недлительного её торможения.

В совокупности это предполагает повышение доходов hi-tech, представители которого обеспечили взлёт индексу S&P 500. Текущие оценки S&P 500 по PE (26x) выглядят приемлемыми, но это достигнуто за счёт низких оценок традиционных сегментов.

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



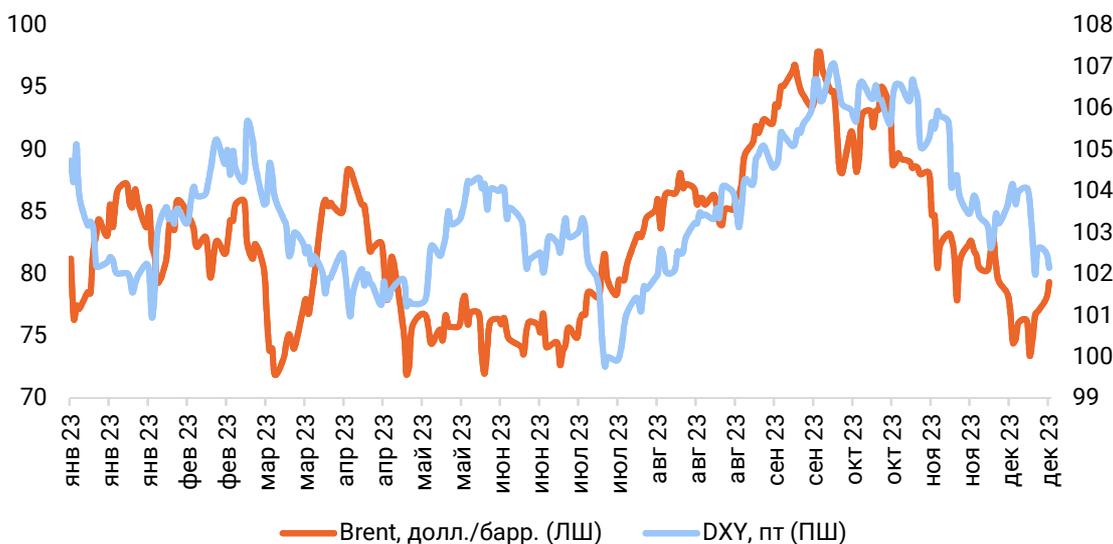
Ожидаемое в первой половине года торможение экономики может привести к некоторому охлаждению рынка США. Но, по нашим оценкам, недлительному: мы исходим из того, что ФРС не затынет со снижением ставки и поддержит экономическую активность и рынок во втором полугодии. Полагаем, что в 2024 г. уже дорогой hi-tech, несмотря на признаки оживления спроса на ИТ и активную эволюцию ИИ, вырастет мало, а традиционные сектора, в первую очередь промышленность и финансы, станут более востребованы, что позволит S&P 500 выйти в зону 5000–5300 пунктов. Основные риски – в адекватности политики ФРС, от которой зависит глубина и сроки просадки экономики, и в решении проблемы финансирования госбюджета США после выборов-2024.

Рынки EM (развивающиеся) из-за уязвимостей экономики КНР, сильного доллара и оттока капитала по-прежнему заметно отстают в росте от развитых рынков. Мы рассчитываем на госстимулы в КНР, которые поддержат плавное ускорение китайской экономики в 2024 г. и, как следствие, развивающиеся рынки в целом (среди ведущих стран предпочитаем рынки КНР и Бразилии) и цены на сырьё. **Дополнительную поддержку мировым рынкам окажет и более слабый доллар** – мы ждём в следующем году снижения ставки ФРС к 4–4,25%, а доходности 10-летних UST к 3,5–3,7%. Это способно вернуть пару евро-доллар к отметке 1,14, даже несмотря на ограниченный потенциал улучшения европейской экономики. Рассчитываем, что и валюты EM будут тяготеть к некоторому укреплению к доллару.

Товарные рынки вырастут

В 2024 г. ждём, что среднегодовая цена на нефть Brent составит \$85/барр. против \$82/барр. в 2023 г. Рынок будет практически сбалансирован по спросу-предложению. Выход Китая на пиковые уровни по потреблению и сокращение добычи странами ОПЕК+ будут нивелированы активным ростом добычи в США и Канаде, а также вероятной, пусть и временной, просадкой спроса в развитых странах из-за торможения экономик Запада. Активного увеличения добычи нефти Венесуэлой и Ираном не ожидаем из-за необходимости инвестиций. Поддержку продолжают оказывать снижение долларových ставок и более слабые позиции доллара, повышающие интерес спекулянтов к сырьевым товарам. Война между Израилем и ХАМАС в 2023 г. не повлияла на логистику нефти, но этот риск остаётся актуальным. В случае вовлечения в конфликт арабских стран геополитическая премия в цене нефти (10–15 долл./барр.) может вернуться. Эмбарго и ценовой потолок на российскую нефть будут способствовать сохранению дисконта российской нефти по отношению к Brent и в 2024 г., но, по нашим оценкам, он сузится до 14 против 18,5 долл./барр.

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ



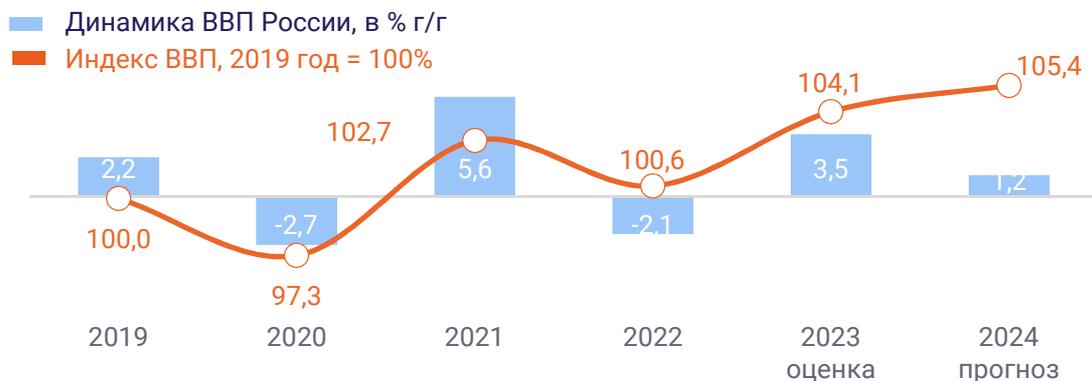
С оптимизмом смотрим на перспективы цен на **медь**. Восстановление строительного сектора в КНР и развитие возобновляемых источников энергии приведёт к росту цен на 8% г/г, до 9,3 тыс. долл./т.

Допускаем постепенное снижение потребления **угля** в Китае, что будет компенсировано ростом потребления в Индии. По нашим оценкам, среднегодовая цена на НСС из Австралии составит 290 долл./т (+0,7% г/г).

Следующий год будет крайне благоприятным для драгоценных металлов. Начало цикла снижения ставки ФРС США приведёт к тому, что цены на **золото** могут достичь отметки 2300 долл./унц. уже в первом полугодии.

Рост экономики замедлится

Экономика России смогла преодолеть спад 2022 г. с опережением прогнозов: уже в III квартале 2023 г. реальный ВВП России вернулся к докризисным уровням. Драйвером восстановления выступала комбинация роста госрасходов, мягкой денежно-кредитной и бюджетной политик. Основным следствием стало восстановление внутреннего спроса (инвестиционного и конечного) при мощном росте обрабатывающей промышленности и торговли (оптовой и розничной). Строительство и сельское хозяйство не упали в кризис и продолжали расти быстрыми темпами за счёт крупных инвестиций в инфраструктуру и 2-х лет рекордных урожаев соответственно.

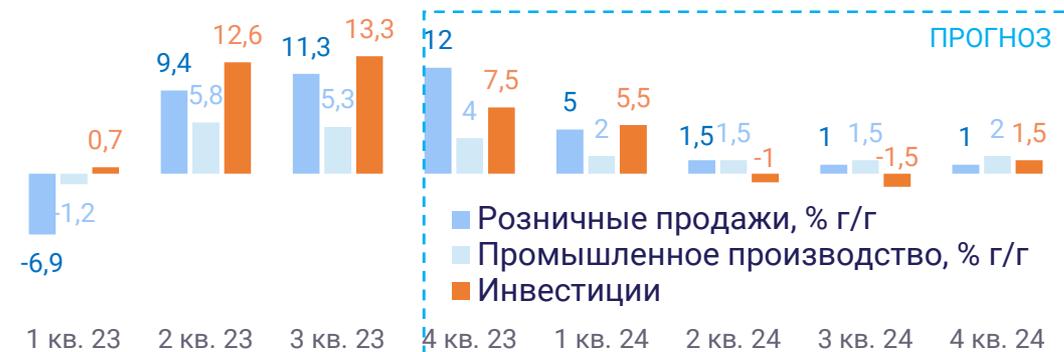


Рост обработки в значительной степени сформировали отрасли, связанные с выполнением гособоронзаказа, но влияние гражданского спроса также было значимым. Внешний спрос оставался относительно слабым, в т.ч. ввиду геополитики (санкции) и сдержанного роста спроса на сырьё при высокой конкуренции (ограничения ОПЕК+).

Мы ждём замедления роста ВВП РФ до 1,2% в 2024 г. Основные факторы:

- завершение фазы активного восстановления внутреннего спроса,
- сохранение в первом полугодии жёстких денежно-кредитных условий, способствующих в первую очередь снижению инвестиций.

Но ближе к концу 2024 г. экономика ускорится на фоне устойчивости экспорта и торговли, сохранения стимулирующей бюджетной политики (запланирован рост расходов, в т.ч. на оборону), роста доходов населения (из-за дефицита рабочей силы, повышения МРОТ) и видов на оживление, по мере снижения ставки ЦБ РФ, инвестактивности, естественной в условиях процесса импортозамещения.



Стабилизация курса и высокий %

В течение большей части 2023 г. рубль поступательно слабел из-за расширения доли его использования в экспортных расчётах и быстрого роста спроса на валюту со стороны импорта. Но с осени рубль начал восстанавливать свои позиции на фоне усиления валютного контроля, в первую очередь после введения обязательной продажи валютной выручки экспортёрами, позволившей сбалансировать рынок. Отчасти поддержку оказало ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

В 2024 г. удастся сохранить курсовую стабильность. На фоне сезонного спада импорта в начале года допускаем инерционный уход доллара ниже 90 руб. Но с середины весны ввиду завершения действия норм валютного контроля (в мае) курс доллара вернётся в 90–100 руб., где и останется до конца года. От более сильного ослабления рубль удержат восстановление чистого экспорта и высокие ставки.



Переход ЦБ к жёсткой денежно-кредитной политике во II полугодии 2023 г. был обусловлен возросшими рисками закрепления инфляции выше таргета в среднесрочной перспективе – следствие комбинации стимулирующих бюджетной и монетарной политик в условиях активного восстановительного роста внутреннего спроса.

Быстро снизить проинфляционные риски будет сложно, учитывая продолжение расширения спроса и устойчивый рост издержек бизнеса (ИЦП с 1% г/г в июле вырос до 22% г/г в октябре) отчасти из-за рубля и санкций, отчасти – из-за крепкого рынка труда. С учётом низкой статистической базы в I полугодии 2024 г. мы ждём лишь стабилизации инфляции на уровне 8–8,5% г/г. **Признаки ослабления инфляции, скорее всего, появятся ближе к концу весны, что позволит ЦБ РФ летом приступить к снижению ключевой ставки.** По нашим оценкам, **постепенному** – плавный разворот инфляционного тренда не даст ЦБ достигнуть цели по инфляции до конца 2024 г., что вряд ли позволит вернуться к нейтральной ключевой ставке ранее конца 2025 г.



ОФЗ: рекомендуем сохранять консервативную стратегию

2023 год оказался **не самым удачным для классических ОФЗ** из-за ослабления рубля, роста инфляционных рисков и повышения ключевой ставки с 7,5% до 16%. Наибольшие потери понесли длинные госбумаги – доходность 10-летних ОФЗ выросла на 1,6 п.п., до 11,9% (пиковое значение было достигнуто в октябре, 12,5%).

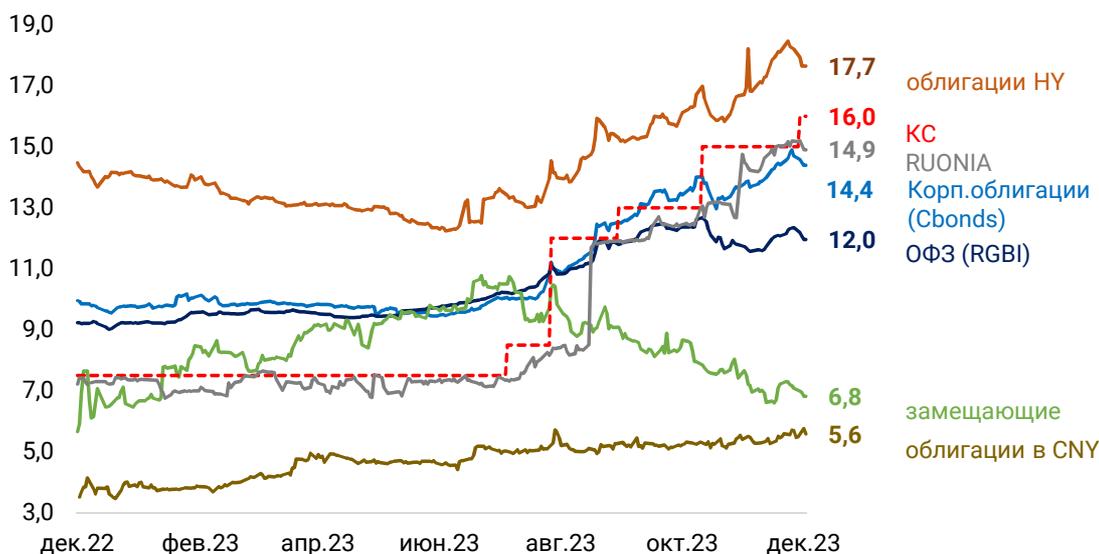
В результате совокупная доходность классических ОФЗ-ПД с фиксированным купоном за 2023 год составила скромные **2% (по индексу RGBI)**. Флоатеры, привязанные к ставке RUONIA (ОФЗ-ПК), принесли инвесторам **~10% за год**.

За счёт ожидаемого снижения ключевой ставки до 12% в 2024 г. сдвиг кривой ОФЗ вниз может составить 150–200 б.п., что **может принести инвесторам 16–18% по среднесрочным бумагам (5 лет) или 20–23% при увеличении срочности до 10 лет**. Фактор аукционов Минфина на следующий год выглядит нейтрально для рынка госбумаг (программа размещения нетто 2,6 трлн руб., гросс – 4,1 трлн руб.): спрос будет поддерживаться ожиданиями снижения ставки, а также отменой послаблений по нормативу ликвидности, один из способов повышения которого для банков – наращивание высоколиквидных активов (в первую очередь ОФЗ).

Доходность флоатеров в 2024 г., по нашим оценкам, будет несколько ниже – 14,7% (средний уровень ключевой ставки). При этом в данном типе бумаг отсутствует процентный риск и **по соотношению риск/доходность флоатеры остаются интересными и в следующем году**. Так, для повышения доходности портфеля всего на 1–3 п.п. через ОФЗ-ПД необходимо нарастить его срочность до ~5 лет.

СУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Индексы доходности облигаций и ставки денежного рынка, %



Не стоит спешить избавляться от корпоративных флоатеров

Валютные замещающие облигации за счёт заметного ослабления рубля в 2023 г. стали лидерами по доходности, обеспечив инвесторам **~40% за год**. Юаневые бонды принесли держателям ~30% из-за некоторого ослабления юаня к доллару и роста доходности облигаций.

Корпоративные рублёвые облигации с фиксированным купоном в 2023 г. показали сопоставимую с ОФЗ доходность (~6% по индексу IFX-Cbonds). Индекс высокодоходных облигаций (HY) продемонстрировал доходность вдвое выше – **12%** (за счёт кредитного риска).

В 2024 г. ожидаем снижения доходности корпоративных облигаций (рейтинг AAA-A) на 150–200 б.п. вслед за ключевой ставкой, что позволит получить порядка **16–18%** за год. Высокодоходные бумаги при этом могут принести **более 20%**, но консервативным инвесторам пока не стоит входить в этот инструмент долгового рынка в связи с риском ухудшения кредитного качества из-за высоких ставок. В 2023 г. фактически с нуля **сформировался новый сегмент рынка – корпоративные облигации с плавающей ставкой**. В зависимости от рейтинга (AAA-A) премия к RUONIA или КС ЦБ по этим бумагам составляет 100–250 б.п., что позволяет инвесторам рассчитывать на доходность на уровне **15,7–16,7%** за 2024 год.

Считаем, что **корпоративные облигации с плавающим купоном (рейтинг AAA-A) должны стать основой облигационного портфеля** частного инвестора, обеспечивая доходность выше вкладов при умеренном кредитном риске. Тактически весной 2024 г. при сигналах перехода ЦБ к снижению ставки можно сократить долю флоатеров в портфеле **до менее 50% в пользу корпоративных облигаций с рейтингом AAA-A**. **Замещающие облигации** рекомендуем сохранить в портфеле для хеджирования валютного риска.

Инструмент	Доход за 2023	Доходность на 20.12.23 и потенциал снижения в 2024 г.	Потенциальный доход за 2024	Комментарий
ОФЗ-ПД	2%	12,0%	150–200	16–18% высокая доходность при увеличении дюрации более 4 лет
ОФЗ-ПК	10%	16,0%	400	14,7% доходность чуть ниже ОФЗ-ПД при нулевом процентном риске
Корпоративные облигации AAA-A	6%	14,4%	150–200	16–18% доходность на уровне ОФЗ-ПД за счёт кредитного риска при умеренной дюрации
Корпоративные облигации HY	12%	17,7%	100–150	20–21% риск ухудшения кредитного качества из-за высоких ставок
Корпоративные флоатеры	-	17–18%	400	15,7–16,7% высокая доходность при нулевом процентном риске
Замещающие облигации	40%	6,8%	0	6–9%
Облигации в юанях	29%	5,6%	0	6–9% хеджирование валютного риска

Источник: расчет и оценка ПСБ Аналитика

Ставки повышают риски по экономике и затуманивают перспективы роста рынка акций

Индекс МосБиржи значительно вырос в 2023 г., но в конце года отступил от пиков года и тяготеет к переходу к консолидации. Основным сдерживающим фактором является агрессивное повышение ключевой ставки ЦБ РФ. Оно повышает риски по финпоказателям внутренних секторов и закредитованных компаний, да и по экономике в целом, а также способствует сокращению позиций и переводу инвесторами средств на высокодоходные депозиты и в долговые инструменты. Негативом выступают также проинфляционные ожидания и неясные перспективы рубля ввиду роста госрасходов и ограниченного действия (до мая) мер валютного контроля. На этом фоне рынок акций показывает более слабую динамику, чем мог бы, исходя из экономического роста.

Несмотря на бурный рост, рынок остаётся инвестиционно привлекательным. Так, оценка индекса МосБиржи по форвардному P/E – лишь 4,1х, что исторически низко (6,2х – в 2018–2021 гг. без учёта 2020 г.), дивидендная доходность рынка (~9%) превышает инфляцию, серьёзных санкционных угроз мы не видим. Бизнес ключевых фишек крепок и недооценён. **Наша текущая оценка справедливой стоимости индекса МосБиржи – 3820 пунктов.**

ПРОГНОЗ ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ

Полагаем, что начало 2024 г. для рынка акций будет сложным: помимо высоких процентных ставок и рисков по экономике негатива добавит и вероятное торможение экономики США. Но к середине года ждём завершение безыдейной фазы и переход рынка к росту. Поддержку окажут дивидендный сезон, начало снижения ставки ЦБ и виды на ускорение экономики во втором полугодии, которые в т.ч. поспособствуют и притоку капитала на рынок.



В позитивном сценарии ориентир по индексу МосБиржи – 4400 пунктов. Ключевым драйвером роста может стать снижение ключевой ставки и рост экономики при среднегодовой цене Urals \$75 /барр.

В базовом сценарии индекс МосБиржи способен вырасти второй год подряд и достичь справедливой стоимости (3800 пунктов). Ждём, что лучше рынка будут отстающие от него металлурги, из внутренних отраслей – бумаги потребсектора и ИТ. Акции банков и нефтяников, ставшие дивидендными историями, могут двигаться вместе с рынком на фоне снижения ставок и стабильного рубля, но порадуют совокупным доходом (рост курсовой стоимости + дивиденды). Наш базовый ориентир по цене Urals – \$70 /барр.

В пессимистичном сценарии индекс МосБиржи может откатиться к 2800 пунктам. Уход среднегодовой стоимости Urals ниже \$60/барр. на фоне слабости мировой экономики и/или повышение эффективности санкций в отношении экспорта вряд ли позволят рынку вырасти даже при заметно более слабом рубле.

Высокая ставка негативно сказывается на фондовом рынке

Высокие ставки будут способствовать сегментации спроса на рынке акций. В базовом сценарии мы ждём, что экономика продолжит расти, и не видим сильных рисков рынкам сбыта эмитентов из сегмента наиболее ликвидных бумаг. Наиболее уязвимыми выглядят именно компании с большим долгом. Считаем, что наибольшие **затруднения могут возникнуть у закредитованных Сегежи, РУСАЛа и М.Видео.** При этом РУСАЛ и М.Видео могут обслуживать текущий долг, доля процентных расходов для этих компаний составляет 72% и 42% EBITDA соответственно (в среднем у других компаний доля расходов на обслуживание долга в разы меньше). У Сегежи ситуация сложнее. Доходов от продажи, согласно нашим оценкам, не хватит, чтобы покрывать текущие выплаты по кредитам. Кроме того, в 2024 г. Сегежа должна погасить займы почти на 45 млрд руб., что создаст риски допэмиссии. Опасения инвесторов уже отражаются на котировках их акций.

Обслуживание долга в 2024 г., в % от EBITDA Динамика акций с начала сентября

РУСАЛ	72%	-16%
Сегежа	168%	-31%
М.Видео	42%	-9%
Индекс МосБиржи		-4,6%

Мы полагаем, что слабость финпоказателей этих компаний в ближайшие кварталы может обеспечить их бумагам динамику хуже рынка. До появления признаков скорого смягчения ДКП опасения по чистой прибыли могут сдерживать спрос и на акции банков, хотя в нашем базовом сценарии их результат за 2024 год будет хорошим. Фактор высоких ставок будет положительно влиять на акции компаний без долга, например, экспортёров (нефтяные компании, чермет) или бенефициаров высоких ставок и инфляции (МосБиржа и потребсектор).

Как минимум в начале года высокие ставки способны сдерживать спрос и на дивидендные истории. По нашим оценкам, совокупная доходность дивидендных выплат по индексу МосБиржи за 2023 год составит 8,5%. По ключевым фишкам она выше общерыночной и сопоставима с ОФЗ, но заметно ниже, чем доходность краткосрочных депозитов. Опасаемся, что текущие депозитные ставки могут отодвинуть дивидендную привлекательность на второй план и сдержать приток капитала на рынок до их истечения, т.е. как минимум в I квартале. **Активизацию спроса на дивидендные истории, вероятно, стоит ждать ближе к маю,** когда появятся признаки разворота в политике ЦБ.

Ожидаемые совокупный дивиденд за 2023 год Доходность

ЛУКОЙЛ	1190	17,7%
МТС	34	13,6%
Газпром	20	12,3%
Сбербанк	33	11,7%
Роснефть	66	11,5%
Северсталь	145	10,9%
Среднее		13%

Редомициляция – краткосрочный негатив, среднесрочный триггер роста

Редомициляция компаний, будь то добровольный переезд или принудительный, также может повлиять на российский рынок акций локально негативно. Совокупная капитализация российских компаний с иностранной регистрацией составляет 3,2 трлн руб., что эквивалентно 5,6% российского рынка. Основные риски – конъюнктурные. Они заключаются в появлении навеса низкоценового предложения после возобновления торгов. Наиболее яркий пример – бумаги ВК. После перерегистрации акции ВК находились под давлением почти 2 месяца, теряя чуть более 20% цены до остановки торгов перед сменой юрисдикции (правда, на сдержанно откатывающемся рынке) и лишь в декабре пытаются подрасти. Время покажет, насколько спекулятивные инвесторы-конвертаторы завершили продажи. Но в целом мы склонны рассчитывать на 2–2,5 месяца давления и потенциал просадки в пределах 10–20% после перерегистрации при постоянстве рынка.

Позитив редомициляции понятен. Компании смогут восстановить корпоративные процедуры, в т.ч. начать выплачивать дивиденды и распределить пропущенные выплаты, что раскроет фундаментальный потенциал их роста, в большинстве случаев высокий.

Мы выделяем ряд компаний, которые с высокой долей вероятности скоро переедут в Россию и, как следствие, могут стать историями роста 2024 г.

	Страна	Статус		Страна	Статус
TCS Group	Кипр	Планируется	Etalon	Кипр	Получено одобрение акционеров
QIWI	Кипр	В процессе	Русарго	Кипр	В процессе
Fix Price	Кипр	Получено одобрение акционеров	Мать и дитя	Кипр	Получено одобрение акционеров
Ozon	Кипр	Не планируется	Globaltrans	Кипр	Получено одобрение акционеров
HeadHunter	Кипр	В процессе	X5 Group	Нидерланды	Не планируется
CIAN	Кипр	В процессе	Яндекс	Нидерланды	В процессе
О'КЕЙ	Люксембург	В процессе			

Яндекс. Это крупнейшая ИТ-компания России, поэтому в российской регистрации заинтересовано прежде всего государство. Фактически это неизбежный процесс, вопрос заключается в сроках и параметрах сделки с голландской Yandex N.V.

TCS Group. Системно значимый банк, финансовое положение которого позволяет начать выплачивать дивиденды после того, как это станет технически возможно сделать после редомициляции.

Evraz. Компания попала под международные санкции и пытается продать зарубежные активы для последующего переезда в Россию. После этого дочернее предприятие Распадская будет готово возобновить выплату дивидендов.

HeadHunter. В САР Калининграда была зарегистрирована МКПАО «Хэдхантер». Вероятно, на бирже будут торговаться бумаги именно этой компании. Однако сама HeadHunter никак не комментирует это.

Ожидание: на уровне рынка

Банковская система по итогам 2023 г. сможет заработать рекордные 3,3–3,4 трлн руб. – банки стали ключевыми бенефициарами активного восстановления внутреннего спроса и бума кредитования. Мы ждём, что на фоне заметного ужесточения ДКП, рост экономики и доходов банков в начале 2024 г. замедлятся. Однако рассчитываем, что уже к середине года ставки пойдут вниз, что улучшит динамику финпоказателей отрасли во втором полугодии и позволит банкам получить чистую прибыль, сопоставимую с 2023 г. Мы считаем сектор интересным для долгосрочного инвестирования и отмечаем привлекательный дивидендный профиль большинства бумаг, хотя и опасаемся, что в ближайшие несколько месяцев, до появления ясности по срокам и темпам снижения ключевой ставки, интерес к сектору будет невысоким.

Предпочтения

Сбербанк **+22%** (оа) **+22%** (па)

Сбербанк по итогам 2023 г. может заработать 1,5 трлн руб. чистой прибыли. И в 2024 г. вполне способен заработать столько же, несмотря на некоторое охлаждение кредитования и экономики. Это делает бумага банка хорошей дивидендной историей – выплаты могут составить 33,4 руб. на акцию в ближайшие 2 года, что эквивалентно 12% доходности на конец 2023 г. Банк имеет развитую экосистему и нацелен на повышение её эффективности, в т.ч. и благодаря ИИ.

TCS Group **+37%**

Компания благодаря умелому привлечению и широкой базе розничных клиентов имеет невысокую стоимость фондирования и высокую маржинальность. Масштабируемость бизнеса предполагает сохранение высоких (30%+) темпов роста финпоказателей в ближайшие годы. Мы считаем TCS Group одной из наиболее интересных историй органического роста на рынке. Ждём новостей по редомициляции (BOCA примет соответствующее решение 8 января), что может раскрыть фундаментальный потенциал роста котировок её бумаг, а также позволит возобновить выплаты дивидендов. Считаем, что давление на котировки TCS Group в виде навеса предложения после редомициляции будет носить умеренный и недлительный характер.

Мосбиржа **+30%**

Компания уверенно растёт в 2023 г. на фоне поступательного роста интереса к фондовому рынку и торговой активности, а также повышения ставок, увеличивающих процентные доходы. Мы ждём и в 2024 г. неплохих финансовых и операционных результатов с ростом чистой прибыли на 6% г/г не только за счёт дальнейшего расширения базы инвесторов и активного выхода на первичный рынок эмитентов (ждём как минимум 10–15 IPO), но и повышения эффективности бизнеса и отдачи от цифровых сервисов компании. Отмечаем и недооценку компании: прогнозный P/E – чуть ниже 8х, что исторически выглядит неоправданным. Дивидендная доходность по акциям Московской биржи, исходя из базовых положений дивполитики, по итогам 2023 г. выглядит невысокой и может составить ~6,7% (~13 руб.). Однако мы допускаем и более высокие выплаты, что может стать дополнительным фактором роста.

Ожидание: на уровне рынка

2023 год стал годом успешной адаптации к санкционным условиям: бизнес перенаправил торговые потоки, эмитенты вернулись к раскрытию информации по международным стандартам и, хотя бы частично, выплачивали дивиденды. Некоторые компании достигли рекордных финрезультатов.

2024-й также ожидается неплохим за счёт стабильного курса рубля и сохранения цен на энергоносители на достаточно высоком уровне.

Мы отдаём предпочтение нефтяным компаниям, способным платить комфортные дивиденды, а не газовым. Так, Газпром более других уязвим к санкциям и росту ключевой ставки, а для сильного роста НОВАТЭКа пока нет новых триггеров (предыдущие уже в цене).

Предпочтения

Транснефть +30%

Устойчивая к валютным колебаниям бизнес-модель компании за счёт получения выручки в рублях, зависит от индексации тарифов (2024 г. +7,2%). Финансовое состояние хорошее, долговая нагрузка низкая, долг представлен в основном длинными кредитами, потребностей в кратном росте инвестпрограммы нет. Хорошая дивидендная доходность по префам (за год ждём 15% при 50% payout) с минимальным риском, так как 100% обыкновенных акций у государства. За счёт ожидаемого сплита (уже одобрено государством) бумаги станут доступны для широкого круга частных инвесторов, что окажет дополнительную поддержку котировкам.

Татнефть +17% (оа)

Компания – бенефициар возврата демпфирующих платежей, уверенно позиционирована на внутреннем рынке: есть своя маржинальная переработка и стабильный экспорт по Дружбе. При этом компания развивается и на международном рынке нефтепродуктов (Турция). По итогам III квартала 2023 г. компания распределила 102% прибыли по РСБУ на выплату дивидендов. До пандемии такой payout был нормой для Татнефти. Мы считаем, что в 2024 г. тенденция может быть продолжена – финансовое положение Татнефти позволяет, а также есть потребности бюджета Татарстана. В этом случае доходность может составить 19–20%.

Газпром нефть +13%

Компания выигрывает за счёт ориентации на внутренний спрос и возврата демпфирующих платежей. Бонусом идёт стабильная выплата дивидендов акционерам: полагаем, что в 2024 г. может быть увеличен и payout с текущих 50% до 75%, учитывая потребности материнской компании (Газпром). Совокупный дивиденд по итогам 2023 г. может составить порядка 108 руб. на акцию, что предполагает доходность почти в 12%.

Ожидание: лучше рынка

Уходящий год был успешным для производителей чёрной металлургии и угледобывающих компаний, а вот для Норникеля, РУСАЛа и АЛРОСА 2023-й стал вызовом. Ключевыми факторами в следующем году станет ускорение китайской экономики. Слабый рубль останется важным поддерживающим фактором. По нашим оценкам, в 2024 г. динамика цен на продукцию сектора будет смешанной. Позитивно смотрим на перспективы цен на сталь, уголь и медь, ожидаем снижение цен на никель (причина в высокой базе 2023 г.) и околонулевою динамику алюминия. Что касается драгоценных металлов, то ждём обновление пиков по золоту ввиду дальнейшего снижения долларовых ставок. Предпочтение отдаём компаниям чёрной металлургии и угледобытчикам на ожиданиях возвращения к выплатам дивидендов.

Также с оптимизмом смотрим на производителей драгметаллов.

Предпочтения

Распадская +35%

Мы видим два основных фактора, которые делают акции Распадской хорошим выбором в 2024 г. Во-первых, это прекрасное финансовое положение. Помимо отрицательного чистого долга, благоприятная конъюнктура на рынке коксующегося угля и слабый рубль позволят и дальше генерировать высокую прибыль. Во-вторых, вероятная редомициляция Evraz позволит Распадской выплачивать дивиденды. Вместе два этих фактора дают основания ожидать ралли в акциях компании как только Evraz даст намёки на перерегистрацию в РФ.

Северсталь +30%

Рассчитываем, что в начале 2024 г. компания сообщит о возобновлении дивидендных выплат. По нашим оценкам, размер свободного денежного потока Северстали за 2023 год может составить порядка 110 млрд руб. (с учётом выплаты допналога на сверхдоходы), или 131 руб. дивидендов на акцию (9,4% доходности). При этом существенных ограничений для выплат нет, финансовое положение у компании стабильное – всё зависит от желания акционеров. Также Северсталь вполне может выплатить и пропущенный дивиденд за 2022 год, который может составить 145 руб./акцию.

ММК +30%

ММК – лидер по производству стали в России, имеет наибольший потенциал для наращивания поставок продукции с высокой добавленной стоимостью и завершает инвестиционный цикл. Важными факторами роста котировок станут ожидание возврата сталелитейщиков к выплате дивидендов и повышение оценок сектора. По нашим оценкам, дивиденды ММК по итогам 2022 и 2023 гг. могут составить 5,3 руб. на акцию, что даёт 10,2% дивидендной доходности.

Полюс +41%

Хорошая ставка на рост цены на золото, которая способна обновить максимумы в 2024 г. Компания находится в лидерах по маржинальности на рынке. В текущем году Полюс выкупил большой пакет акций, и, вероятно, что компания частично их погасит, а оставшиеся бумаги будут направлены на программу мотивации сотрудников. В таком случае потенциальная дивидендная доходность Полюса существенно вырастет.

Ожидание: лучше рынка

Сегмент ИТ и ТМТ выглядит уверенно за счёт меньшей чувствительности к макрорискам и потенциала активного развития продаж внутри РФ на фоне повсеместной цифровизации и ухода иностранных компаний. Сегмент демонстрирует умеренную долговую нагрузку при стабильной генерации денежного потока. В 2024 г. драйвером роста сегмента станет дальнейшее развитие e-commerce, цифровых сервисов, финтех решений. Некоторое давление на финпоказатели сектора могут оказать проблемы с поставками оборудования, на котировки – колебания общерыночных настроений (сегмент характеризуется высокой бета) в условиях высоких ставок и редомициляции компаний. Здесь отдаём предпочтение компаниям, предлагающим экосистемные решения и наращивающие сетевой эффект.

Предпочтения**Ozon +38%**

Ozon – главный бенефициар бума электронной коммерции в России. Благодаря этому за прошедшие 9 месяцев 2023 г. GMV компании увеличился в 2 раза в сравнении с результатами прошлого года. Количество заказов достигло 639 млн, рост в 2,2 раза. Отсутствие чистой прибыли связано с активной фазой развития бизнеса. Допускаем снижение темпов роста прибыли, но ожидаем, что компания покажет положительную чистую прибыль уже в 2025 г.

HeadHunter +24%

Компания выигрывает от складывающегося дефицита кадров и высокого спроса на персонал. Поэтому у бизнеса нет трудностей с генерацией стабильного денежного потока. Но ключевой момент в кейсе HeadHunter – будущая редомициляция, которая даст возможность вернуться к выплате дивидендов.

МТС +33%

Акции МТС показали слабую динамику в 2023 г. ввиду роста ключевой ставки, снизившего спрос на бумаги со стабильным бизнесом. Вместе с тем дивидендная доходность МТС выглядит комфортной: по нашим оценкам, дивиденд за 2023 год может составить ~34 руб./акцию, или около 13,5%. И по мере снижения ставки в 2024 г. акции МТС вполне способны показать опережающую рынок динамику. Поддержку финпоказателям и котировкам компании может оказать ожидаемое утверждение механизма индексации тарифов сотовых операторов на уровне ИПЦ.

Ожидание: лучше рынка

По итогам 2023 г. сегмент показал значительный рост за счёт ускорения инфляции и эффекта низкой базы 2022-го. В 2024 г. на фоне роста ключевой ставки ждём временного торможения конечного потребления с его усилением во II полугодии 2024 г. Позитивно смотрим и на динамику финпоказателей сегмента – компании способны перекладывать издержки на потребителей. Полагаем, что в целом в 2024 г. будет зафиксирован переток спроса населения в более дешёвый сегмент, поэтому предпочтение отдаём более ликвидным лидерам ритейла с упором на дискаунтеры.

Предпочтения**Магнит +29%**

Компания вернулась к выплате дивидендов и стала публиковать финансовую отчётность. Кроме того, Магнит провёл несколько раундов байбэка и приобрёл у нерезидентов почти 30% собственных акций с дисконтом. Дивиденд за 2022 год составил 412,33 руб. на акцию, при этом с высокой долей вероятности компания может распределить прибыль за 9 месяцев 2023 и за весь 2023 год.

Ожидание: на уровне рынка

Рынок недвижимости в 2023 г. активно восстанавливался: ожидается, что спрос в сегменте вырастет на уровне 34,6% г/г, а общий объём жилого строительства увеличится на 6,6% г/г. С середины года цены на недвижимость начали ускоренно расти: ожидаемый прирост средних цен в 2023 г. ~14,7% г/г. Высокие показатели на рынке недвижимости в 2023 г. положительно отразятся на финансовых результатах крупных участников рынка. На фоне признаков перегрева ЦБ РФ и правительство с августа начали предпринимать меры по охлаждению. В следующем году ожидаем более интенсивный спад спроса на рынке и снижение средних цен на 1–2% ежеквартально при сохранении высокой ставки. Однако сегмент недвижимости имеет высокую маржинальность и по-прежнему хорошую поддержку государства, что видно по рекордной прибыли девелоперов в текущем году. В связи с этим охлаждение рынка не должно сказаться на деятельности компаний.

Предпочтения**Самолёт +35%**

Компания активно наращивает продажи (98,7 млрд руб.; +81% г/г в III квартале 2023 г.) и растёт быстрее рынка благодаря новым проектам и увеличению географии строительства. Кроме того, в октябре девелопер приобрёл 100% ГК МИЦ, что позволило увеличить объём продаж ещё на 16,6% и выйти на 1-е место по объёму строящегося жилья. У Самолёта преимущественно бюджетный формат предложения квартир "под ключ", что является более привлекательным для потребителя в условиях высоких ставок. В 2024 г. ожидаем, что чистая прибыль вырастет на 57,6% г/г с учётом ожидаемо рекордных показателей в 2023-м. Акции Самолёта имеют высокий потенциал роста.

Ожидание: на уровне рынка

Ситуация в секторе остаётся стабильной. Выработка электроэнергии плавно растёт, по итогам 2023 г. показатель должен увеличиться на 0,8%. Основной драйвер рынка – индексация тарифов, а также экспорт электроэнергии. Последнее мало повлияет на финансовые результаты. Ожидаем плавного роста операционных и финансовых результатов компаний сектора. При этом не все компании готовы делиться прибылью. По этой причине считаем, что в целом сегмент будет на уровне рынка

Предпочтения**Интер РАО +68%**

Компания недооценена рынком, несмотря на внушительную денежную сумму на балансе. Имеет один из самых высоких потенциалов в секторе по увеличению финансовых показателей за счёт индексации тарифов и наращивания экспорта и инвестиций. В условиях роста рынка хорошие фундаментальные перспективы бизнеса могут выступить фактором опережающего роста котировок акций компании. Интер РАО стабильно платит дивиденды, ожидаемая дивидендность ~6%.

Целевые ориентиры 2024

		Целевая цена	Текущая цена*	Потенциал*
Нефть и газ				
Сургутнефтегаз, оа	SNGS	38	27,35	40%
Транснефть, па	TRNFP	187 390	144350	30%
НОВАТЭК	NVTK	1 890	1476	28%
ЛУКОЙЛ	LKOH	8 000	6771	18%
Газпром	GAZP	190	161	18%
Роснефть	ROSN	661	589	12%
Сургутнефтегаз, па	SNGSP	62	57	9%
Татнефть, оа	TATN	815	698	17%
Газпром нефть	SIBN	1 059	934	13%
Финансовый сектор				
ВТБ	VTBR	0,04	0	85%
TCS Group	TCSG	4 240	3085	37%
Мосбиржа	MOEX	249	192	30%
Сбер, оа	SBER	331	272	22%
Сбер, па	SBERP	331	272	22%
Металлургия и горная добыча				
Полюс	PLZL	14 995	10613	41%
Распадская	RASP	590	438	35%
РУСАЛ	RUAL	45	34	32%
Северсталь	CHMF	1 783	1375	30%
ММК	MAGN	69	53	30%
НЛМК	NLMK	225	180	25%
Норникель	GMKN	20 292	16360	24%
Электроэнергетика				
Интер РАО ЕЭС	IRAO	6,711	4	68%
РусГидро	HYDR	0,842	1	17%
Потребительский сектор				
X5 Retail Group	FIVE	3 100	2020	54%
FIX PRICE	FIXP	450	294	53%
Магнит	MGNT	8 935	6921	29%
Телекоммуникации и ИТ				
Яндекс	YNDX	3 430	2428	41%
Ростелеком, оа	RTKM	95	70	36%
МТС	MTSS	332	249	33%
Прочие				
Ozon	OZON	3 674	2662	38%
Самолёт	SMLT	5 300	3924	35%
HeadHunter	HHRU	3 805	3066	24%

*- цены по итогам торгов на 26.12.2023



ПСБ Аналитика

Центр аналитики и экспертизы ПСБ

Получите комментарий аналитика **легко!**

Press-center@psbank.ru

ПАО «Промсвязьбанк»

109052, Россия, г. Москва, ул. Смирновская, д. 10, строение 22



ПСБ Аналитика

в Телеграмм

@macroresearch

Все аналитические
материалы на **сайте**

psbank.ru/Informer

