Стратегия 2022

ПОКА ДЕРЖИМ КУРС

Глобальные рынки. Российский рынок акций и облигаций

ПСБ Аналитика

декабрь 2021

Стратегия: Главное

ПСБ Аналитика

Мировая экономика и глобальные рынки

- Мировая экономика неплохо восстановилась в 2021 г. на фоне низкой базы 2020 г. По нашим оценкам, темпы роста ВВП составят 5,6% г/г, однако в 2022 г. ждем замедления до 4% преимущественно за счет формирования довольно глубокой региональной дивергенции в части мер господдержки и доступа к вакцинам в разных странах.
- Ждем роста ВВП США в 2022 г. на 3,6% г/г. В еврозоне темпы роста не превысят 3,7%, а в КНР – 5%. Мы считаем, что омикрон – это один из основных и, возможно, недооцененных вызовов мировой экономике в 2022 г.
- На фоне растущей обеспокоенности инфляцией ФРС в 2022 году может поднять ключевую ставку 4 раза. По нашим оценкам, рост ставки к 1% начнет уже ощутимо сдерживать экономическую активность.
- Инерция к укреплению доллара сохранится в начале 2022 г.: евро останется в 1,10-1,15 ввиду сворачивания стимулов ФРС и затягивания ЕЦБ с ответными действиями. К середине года ждем смены тренда в евро на восходящий.
- Осторожно смотрим на фондовый рынок США в 2022 г. Допускаем инерционный рост индекса S&P500 до уровня 5000 п., видим риск его отката к концу 2022 года к 4200-4400 п.
- Мы скептически настроены относительно перспектив рынка нефти в 2022 г., ждем перехода к профициту предложения. Целевой диапазон по среднегодовой стоимости Brent – 65-70 долл./барр. Полагаем, что котировки могут отступить к 63-65 долл./барр. к концу следующего года.

Российские рынки и экономика

- Сворачивание стимулов ограничит рост ВВП России в 2022 г. на уровне 2,2%. Главным драйвером станет экспорт, рост инвестиций будет нивелирован отрицательным влиянием от расширения импорта. Потребление замедлится за счет торможения кредитной активности физлиц, активизации выездного туризма и бюджетной консолидации.
- В отраслевом разрезе ожидается смена драйверов экономического роста в 2022 году. Опережающий рост покажут транспорт и добыча полезных ископаемых.
- Инфляция в 2022 г. снизится, но все равно останется выше таргета ЦБ на конец года. Тем не менее, это позволит Банку России завершить цикл повышения ключевой ставки и начать плавное ее снижение.
- Среднегодовой курс доллара в 2022 г. составит 75,5 руб. Не исключаем сильных, но локальных отклонений курса рубля от средней, ввиду его высокой чувствительности к геополитической повестке.
- В начале 2022 г. прогнозируем рост доходности 10-летних ОФЗ до 9,0 – 9,5% с последующим снижением до 8,5 – 9,0% во втором полугодии.
- В 2022 году видим хороший потенциал роста индекса МосБиржи; внешние факторы, скорее, будут сдерживать спрос на российские бумаги.
- Мы устанавливаем целевой ориентир по индексу МосБиржи на уровне 4770 пунктов. Не закладываем в базовый сценарий рост страновой премии, поэтому ждем сохранения спроса на циклические сектора и дивидендные истории. Предпочитаем «фишки» нефтегазового и финансового сегментов. В акциях ненефтяного экспорта ждем точечного спроса ввиду перспектив охлаждения цен на металлы и снижения дивидендных ожиданий.
- Ключевые инвестидеи на 2022 г.: **Роснефть**, **Газпром**, **ММК**, **Полюс**, **Аэрофлот**, **ВТБ**, **Интер РАО, Магнит** и **Детский мир**.

Мировая экономика и торговля: в фокусе страновое расслоение

ПСБ Аналитика

Мировая торговля и трекер мирового ВВП

Источник: ВТО, Bloomberg, ПСБ Аналитика

Мировая торговля, судя по последним доступным данным ВТО, во 2 кв. показала максимальные исторические квартальные темпы роста (22,4% г/г). Все это – следствие ослабления коронавирусных ограничений, избыточной ликвидности из-за стимулов. Этот год в целом был благоприятен для торговли. Тем не менее, в самом его конце и **в следующем году мы ждем возврата мировой торговли к темпам роста на уровне 2-3% г/г,** что сопряжено с региональной дивергенцией, сохраняющейся слабостью в торговле услугами, сложной ситуацией с Covid-19 в особенности в бедных странах. В целом, коронавирус, точнее его новые штаммы, остаются основной угрозой для торговли.

Мировая экономика неплохо восстановилась в 2021 г. на фоне низкой базы 2020 г. По нашим оценкам, темпы роста ВВП по итогам года составят 5,6% г/г. **В 2022 г. мы ждем их замедления до 4% преимущественно за счет формирования довольно глубокой региональной дивергенции в части мер господдержки и доступа к вакцинам в разных странах.** Причем стремительное распространение штаммов дельта и омикрон, плюс риски появления новых повышают неопределенность относительно того, насколько быстро экономика сможет преодолеть пандемию. При этом, развитые страны, вероятнее всего, быстрее, чем развивающиеся, смогут вернуться к допандемийным, то есть естественным темпам роста (будут замедляться быстрее). Эффект высокой базы 2021 г. и инфляция будут способствовать сужению спрэда между ними.

Темпы роста мировой экономики замедлятся в 2022 г.

Источник: МВФ, ПСБ Аналитика

Деловая активность: прогноз на 2022 г. консервативный

Деловой климат и в промышленности, и в секторе услуг в течение года сохранялся в целом благоприятным, за исключением отдельных «кейсов» в России и Китае. Сказывался эффект «низкой» базы прошлого года и масштабные государственные и монетарные стимулы, активизировавшие внутренний спрос.

Тем не менее, **на 2022 г. мы в целом смотрим достаточно скептично, отмечая риски высокой инфляции и спада потребления,** что может сказаться на замедлении темпов роста мировой экономики, а при негативном развитии событий (при большей устойчивости инфляции) – даже увести в стагнацию отдельные крупные экономики. Также не стоит исключать и риски, связанные с коронавирусом и новыми неизученными штаммами, потенциально способными запустить новую волну страновых локдаунов.

США. Рост экономики в 2022 году будет замедляться: эффект высокой базы и инфляция в отсутствие объемных стимулов будут толкать динамику ВВП к более оправданным уровням. В результате рост ВВП США в 2022 году замедлится до 3,6%.

Китай. Ждем продолжения замедления темпов роста в отсутствие значимой господдержки. Проблемы в секторе недвижимости и слабое потребление не позволят ВВП показать рост более чем на 4,5-5% в 2022 г.

Еврозона. Скептически смотрим на перспективы экономики в 2022 г., полагая, что темпы роста составят 3,5%-3,7%, учитывая замедление экономик США и Китая.

Россия. Рост реального ВВП замедлится до 2,2% г/г на фоне замедления роста мировой экономики, сворачивания монетарных и бюджетных стимулов, а также эффекта высокой статистической базы 2021 года.

Деловая активность в промышленности (индекс PMI), пт

	июль.21	авг.21	сент.21	окт.21	нояб.21
Мир	55,4	54,1	54,1	54,3	54,2
Развитые рынки	59,8	58,3	57,1	56,6	56,9
Развивающиеся рынки	50,6	49,6	50,8	51,6	51,2
Еврозона	62,8	61,4	58,6	58,3	58,4
Франция	58	57,5	55	53,6	55,9
Германия	65,9	62,6	58,4	57,8	57,4
Великобритания	60,4	60,3	57,1	57,8	58,1
США	63,4	61,1	60,7	58,4	58,3
Росссия	47,5	46,5	49,8	51,6	51,7
Китай	50,3	49,2	50	50,6	49,9

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Деловая активность в секторе услуг (индекс PMI), пт

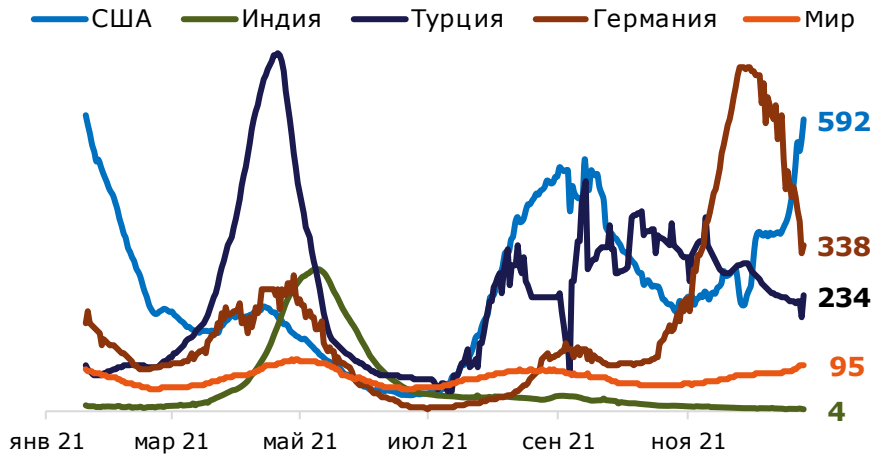
	июль.21	авг.21	сент.21	окт.21	нояб.21
Мир	56,3	52,8	53,8	55,6	55,6
Развитые рынки	57,4	53,8	53,9	56,1	56,6
Развивающиеся рынки	52,9	50,2	53,7	54,2	53
Еврозона	59,8	59	56,4	54,6	55,9
Франция	56,8	56,3	56,2	56,6	57,4
Германия	61,8	60,8	56,2	52,4	52,7
Великобритания	59,6	55	55,4	59,1	58,5
США	59,9	55,1	54,9	58,7	58
Росссия	53,5	49,3	50,5	48,8	47,1
Китай	54,9	46,7	53,4	53,8	52,1

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

COVID-19: новые штаммы – один из основных рисков 2022 года

ПСБ Аналитика

Число выявленных случаев в день на 1 млн населения, чел. ср. за 7 дней



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

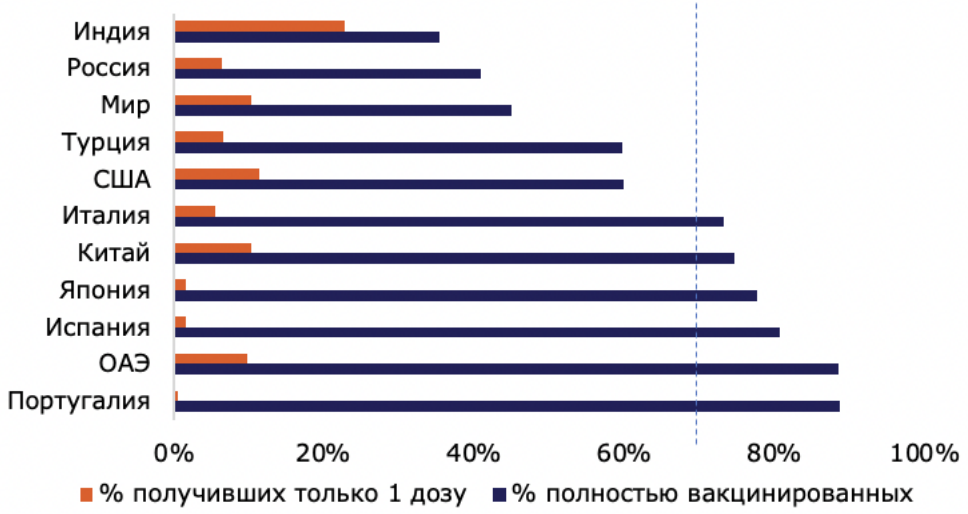
Ситуация с COVID-19 под конец 2021 года осложнилась появлением в ноябре очередного штамма из ЮАР – омикрон. Это вызвало ухудшение эпидемиологической ситуации и привело к введению точечных ограничений в некоторых странах. Тем не менее, по предварительным исследованиям было выявлено, что новый штамм хоть и более заразен, но, вероятно, не увеличивает долю госпитализаций, а ведущие производители вакцин Pfizer и BioNTech сообщили, что трехкратная доза вакцины вполне способна защитить от омикрона.

Несмотря на активные прививочные кампании, доля полностью вакцинированного населения в мире пока составляет 45%, а для формирования коллективного иммунитета **необходимо достичь показателя в 70%. На наш взгляд, несмотря на некоторое охлаждение опасений относительно омикрона, его влияние еще не до конца оценено, что повышает риски на 2022 г.**

ВОЗ пока воздерживается от каких-либо четких заключений. Очевидно, что для оценки эффективности вакцин против нового штамма необходимо больше времени, равно как и для оценки летальности и пр. По сути, более полная информация появится только к концу января – в феврале, до тех пор сдержать распространение нового штамма не получится: точечных мер может быть недостаточно, да и не все страны готовы к ним.

Мы считаем, что омикрон и появление новых штаммов – это один из основных и, возможно, недооцененных вызовов экономике в 2022 г.

Доля вакцинированных от Covid-19 по странам



Источник: OurWorldInData, ПСБ Аналитика

США: экономика выглядит неплохо, уровни запасов низкие

Пром. производство и розничные продажи в США

Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

Промышленное производство также демонстрирует позитивную динамику: его объемы вернулись к уровням февраля 2020 года, но далеки от пиков 2018 года. Сдерживают американскую промышленность несколько факторов – создавшиеся после карантинных кризисов дисбалансы в логистике и цепочках поставок, способствующие дефицитам и препятствующие наращиванию выпуска (продажи автомобилей в США последние 3 месяца падают более чем на 20% г/г), а также недофинансированность отдельных отраслей. Негативным фактором выступает и сложная ситуация с Covid-19, поддерживающая смещение спроса в сторону потребительских товаров. В результате **обеспеченность запасами промышленной продукции остается исторически высокой, в то время как общий уровень запасов упал к минимумам 2010-2011 гг**. и выглядит недостаточным с циклической точки зрения.

Обильные антикризисные госстимулы и программы кредитования обеспечили сохранение уверенных темпов роста деловой и потребительской активности в США в этом году. Учитывая их характер, основной фокус пришелся на сегменты экономики, более плотно связанные с потребителем.

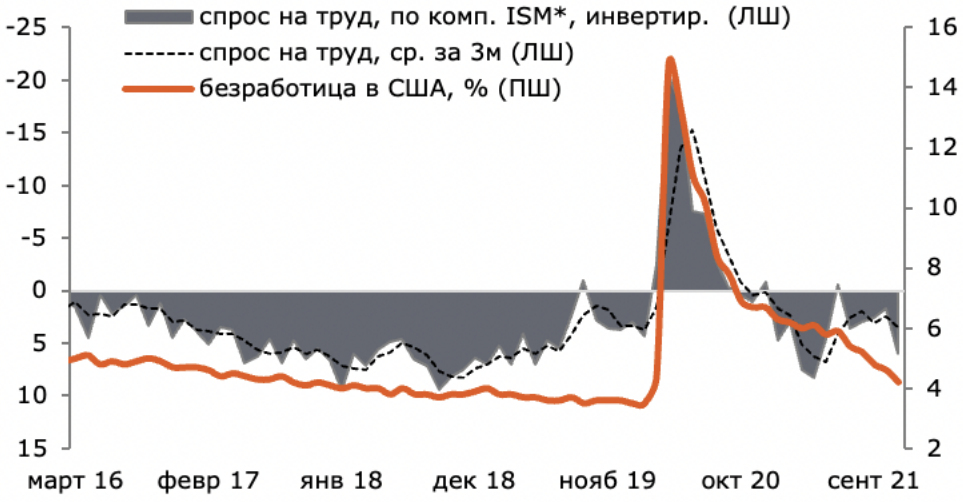
Учитывая сезонность и благоприятную ситуацию на рынке труда, динамика розничных продаж в конце этого-начале следующего года инерционно останется неплохой. Однако ситуация в капиталоемких потребительских сегментах начинает настораживать, настраивая на **снижение потенциала роста потребления домохозяйств в будущем.** Так, несмотря на глубоко отрицательные реальные ипотечные ставки, спрос на дома не может вернуться к пикам января, что вызвано, на наш взгляд, рекордно высокими ценами (с лета тоже перестали расти) и повышением инфляционного фона, вынуждающими американцев селективно подходить к крупным покупкам.

Обеспеченность запасами в США, мес.

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

США: сильный рынок труда поддержит экономику, инфляция тревожит

Рынок труда США крепок, спрос на труд сохраняется



Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

К концу года **уровень безработицы в США смог приблизиться к 4%**. Текущие уровни, в том числе и по неполной занятости, приблизились к докризисным минимумам. **Показатели занятости продолжат в 2022 году инерционно двигаться в направлении уже исторических минимумов** (безработица – 3,5%, неполная занятость – 3%) на фоне острого дефицита квалифицированных кадров, диктуемого бурным оживлением экономики и цифровых услуг.

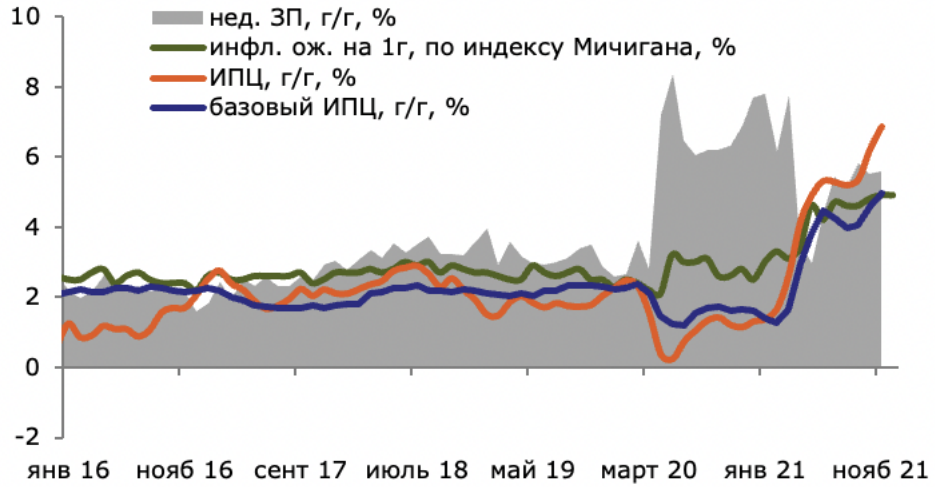
Однако мы ожидаем, что **по итогам 2022 года уровень безработицы в США достигнет лишь 3,7-3,8%**. Торможению темпов укрепления рынка труда будет способствовать как естественная нормализация экономической активности в стране, так и повышение уровня вовлеченности в рабочую силу[1] (в ноябре достиг 61,8%) на фоне окончания допвыплат и инфляции.

[1] *- доля трудоспособного населения, имеющего или ищущего работу*

Сценарий длительного перегрева рынка труда, чреватого ускорением роста зарплат, более резким ужесточением политики ФРС и падением корпоративных прибылей, мы пока расцениваем как менее вероятный.

ИПЦ в США опережает темпы роста зарплат и впервые с 2001 г. заметно превышает инфляционные ожидания, придавливая потребительские настроения и, как следствие, создавая риски по сектору услуг и сдерживая рынок труда в США.

Инфляция в США опережает ожидания и ЗП

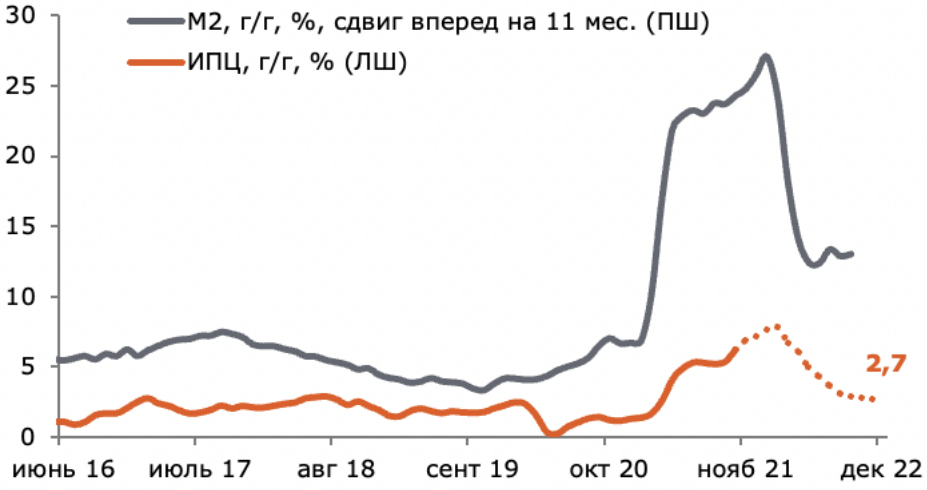


Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

В 2022 году экономический рост в США будет тормозить, инфляционный фон останется высоким

ПСБ Аналитика

ИПЦ и динамика М2 в США



Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

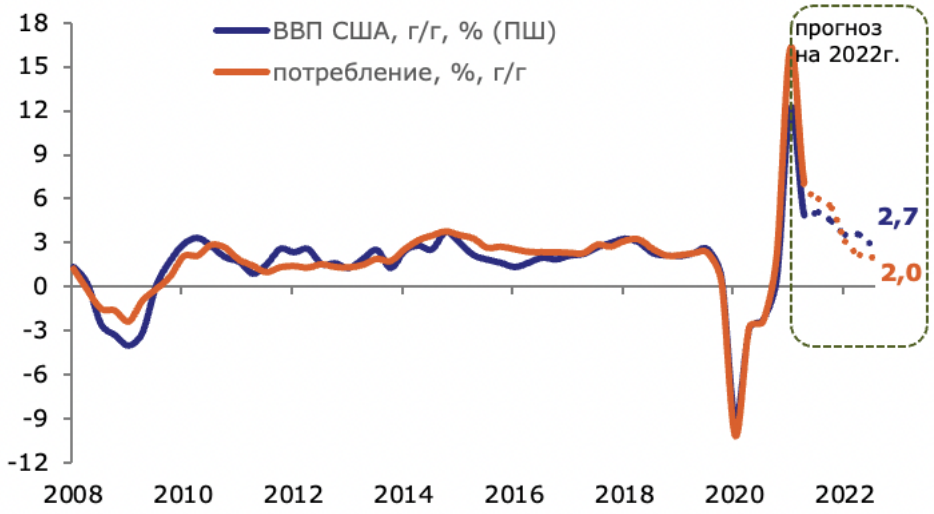
Мы ожидаем, что инфляционный фон в США останется завышенным и в 2022 году. Рассчитываем, что торможение роста денежной массы и цен на сырье к весне начнут оказывать сдерживающее влияние на потребительские цены, что приведет к началу фазы охлаждения инфляционных процессов. Однако мы не видим значимых триггеров для резкого снижения цен, – базовая инфляция в стране из-за инерционного роста зарплат будет снижаться плавно, тормозя экономическую активность.

Наш прогноз по ИПЦ США в 2022 году: 4,8%. К концу 2022 года рост потребительских цен снизится до 2,7%, рост базового ИПЦ может составить 3% г/г. **Превышение базового ИПЦ над общим показателем** выступит негативным фактором для корпоративных прибылей и финрынков.

Рост экономики США в 2022 году будет замедляться – эффект высокой базы и инфляция в отсутствие объемных стимулов будут толкать динамику ВВП к более оправданным уровням. Фаза удовлетворения отложенного спроса из-за нарушений цепочек поставок завершится к лету, заставляя ожидать более явного ослабления потребления во 2П2022 г. Инвестактивность и восполнение запасов, естественные в условиях повышенной инфляции и ожидаемого роста ставок, смогут смягчить торможение экономики.

В результате **рост ВВП США в 2022 году уменьшится до 3,6%**, причем в 4 кв. 2022 г. он составит 2,7% г/г.

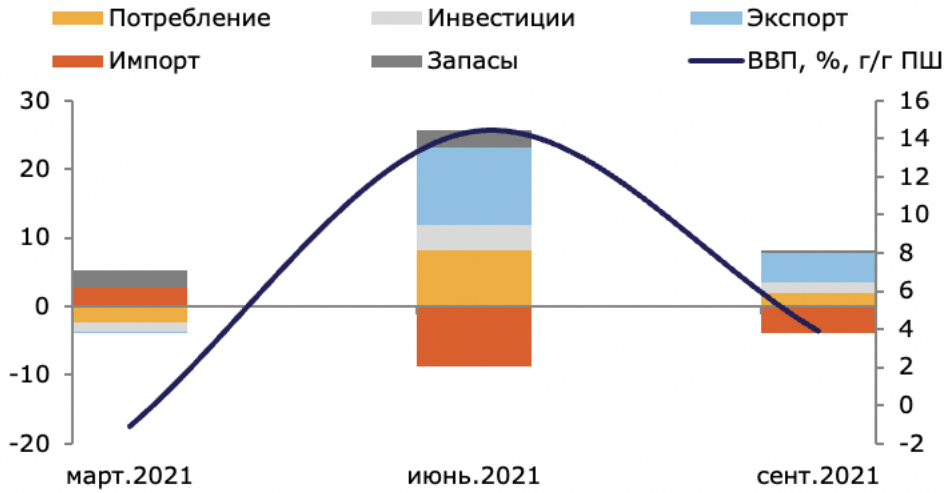
Динамика ВВП США и конечного потребления, г/г



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Еврозона: переход к замедлению

Вклад в ВВП еврозоны по компонентам, %



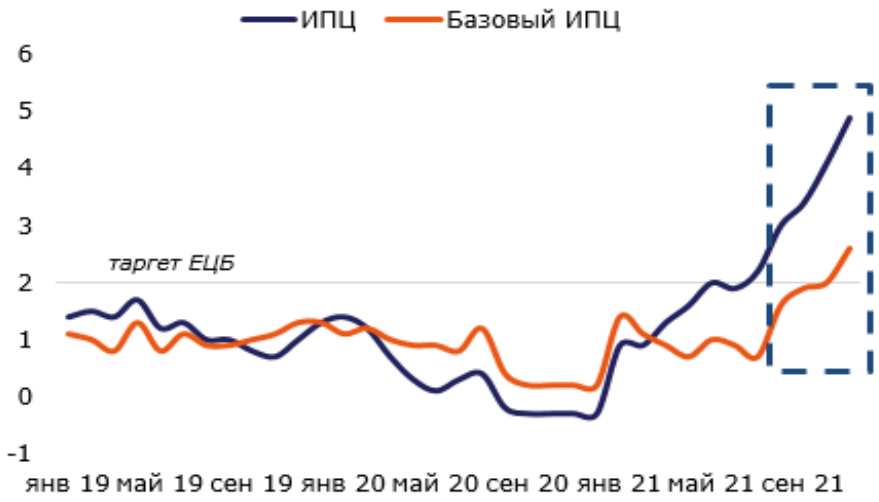
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

В течение первых 3-х кварталов 2021 г. **экономика еврозоны восстанавливалась быстрыми темпами, превосходя прогнозы**, чему способствовали как меры по сдерживанию распространения пандемии коронавируса, так и неплохой прогресс в вакцинации населения, что позволило сократить рост числа новых инфекций и госпитализаций. Основной вклад в восстановление внесли компоненты потребления и экспорта.
По нашим ощущениям, у потребителей есть достаточно сбережений, что обеспечит сохранение положительного вклада компоненты потребления в рост ВВП в 4 кв. 2021 г и 1 кв. 2022 г. **Внешний спрос будет в меньшей степени способствовать росту** – отчасти из-за торможения мировой экономики и заметных страновых различий по уровню защиты от Covid-19.

Восстановление экономики еврозоны под конец 2021 г. замедляется, поскольку ВВП уже приблизился к допандемийному уровню, а перебои в поставках товаров и разрыв производственных цепочек, высокие цены на энергоносители и рост заболеваемости Covid-19 негативно сказываются на активности. **В 2022 г. мы ожидаем, что экономика еврозоны с большей вероятностью будет балансировать на уровне 3,5-3,7% г/г.**

При этом **инфляция в еврозоне останется высокой** (выше таргета ЕЦБ в 2%), но мы считаем, что пики ее будут пройдены в начале 2022 г. В 2022 г. ждем ее возврата к 2,5-3%.

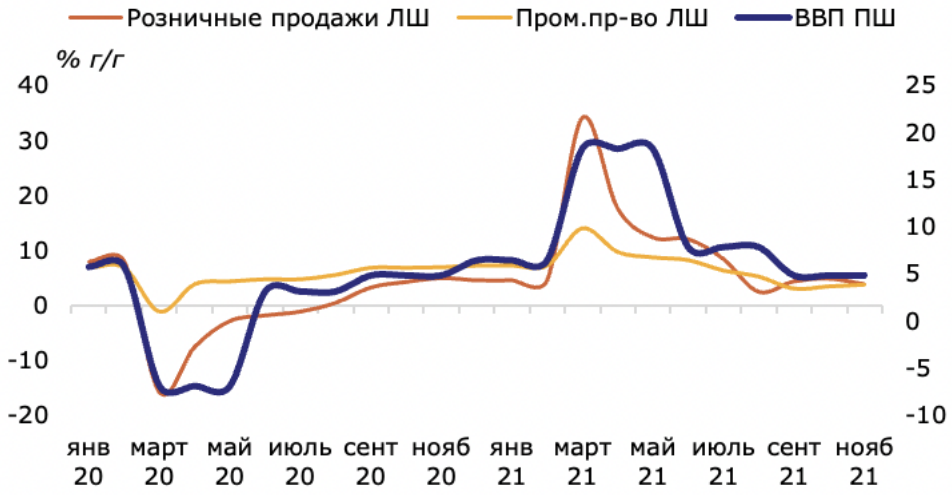
Инфляция в еврозоне, %, г/г



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Китай продолжает плавно тормозить

Китайская экономика продолжает замедляться



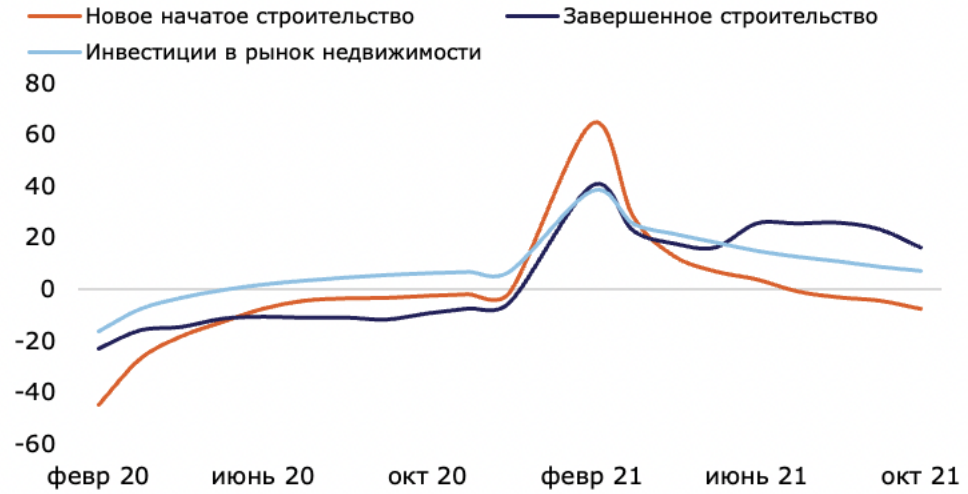
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Экономика Китая в течение 2021 г. развивалась по ожидаемой траектории: бурный рост сменился замедлением на фоне прекращения масштабной господдержки, ограниченности экспортного спроса, энергокризиса и проблем в стройсекторе. Наш взгляд на 2022 г. в целом довольно сдержанный: **мы не ждем, что ВВП Китая сможет показать темпы роста выше чем 4,5-5% г/г.** Это будет обусловлено как сохраняющимися проблемами в секторе недвижимости и ограниченным потенциалом расширения внешнего спроса, так и, по сути, нулевой толерантностью Пекина к коронавирусу. Минимальные вспышки заболевания провоцируют точечные локдауны, что заметно снижает экономическую активность страны. С учетом неопределенного статуса омикрона и в целом ситуации с эпидемией, вряд ли 2022 г. будет исключением.

При этом **мы не ждем коллапса в секторе недвижимости: считаем, что он слишком велик для экономики Китая, чтобы его обвалить.** Более того, полагаем, что правительство вынуждено будет несколько ослабить введенные ограничения в этом секторе и держать ставки низкими, чтобы не допустить «эффекта домино» и чрезмерного снижения темпов роста экономики.

В целом, 2022 г. будет для Китая годом низких темпов роста и попыткой справиться сразу с несколькими вызовами, не наращивая заметно при этом объемы господдержки. Мы полагаем, что власти будут проводить активную налогово-бюджетную политику и осторожную кредитно-денежную политику. Приоритетом будет усиление поддержки МСП.

Сектор недвижимости в Китае: коллапса нет и не предвидится

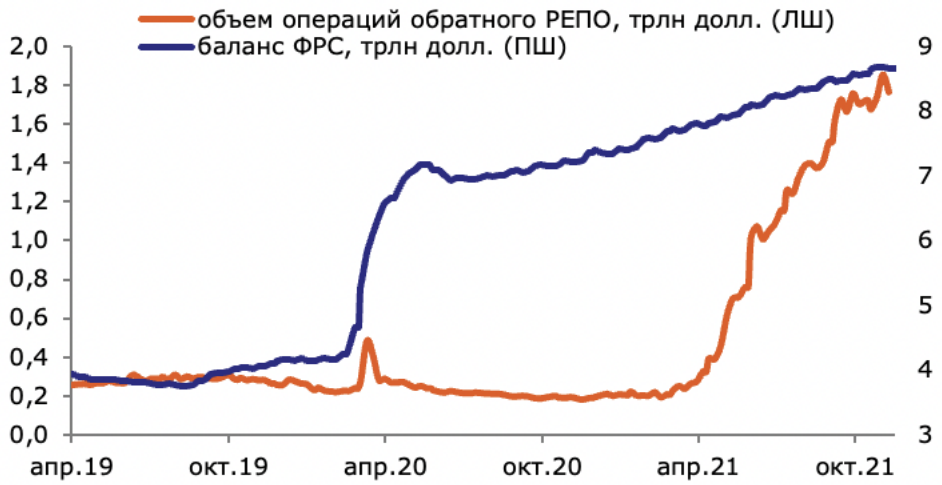


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

ФРС может повысить ставку выше 1% в 2П2021г., что выступит негативом для рынков и экономики

ПСБ Аналитика

Баланс ФРС и пок-ль избыточной ликвидности банков

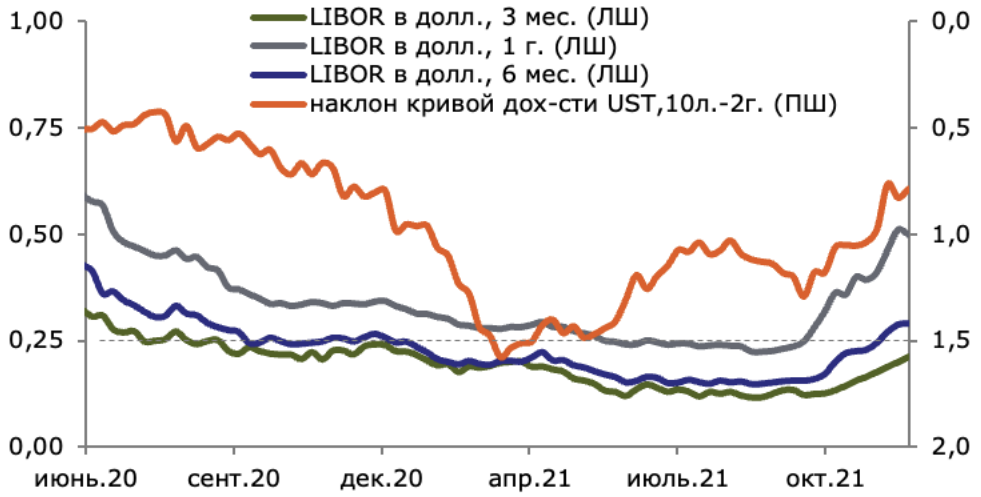


Источник: Refinitiv. ПСБ Аналитика

С ноября ФРС все-таки решилась на сворачивание программ выкупа. Осенью ФРС окончательно вынуждена была признать, что тезис о краткосрочности факторов, способствующих повышенной инфляции, не оправдался, и начала пересматривать политику. Действительно, уже летом было понятно, что ФРС придется действовать: антикризисные стимулы способствуют лишь дополнительному разогреву экономики и активному накоплению банками избыточной ликвидности, которую финансовые учреждения начали активно «парковать» у ФРС. Так, объем операций обратного РЕПО с Федрезервом достиг 1,8 трлн долл., или 20% баланса ЦБ. Но ФРС лишь в ноябре приняла решение начать сворачивать объемы выкупа гос- и ипотечных бумаг, доведя их темпы до 30 млрд долл. в мес. (с изначальных 120 млрд долл./мес.) и допустила возможность трех повышений ставки в 2022 г.

Рынки стали заблаговременно учитывать более быстрый выход ФРС из программ выкупа (к концу 1 кв. 2022 г.) и начала фазы повышения ключевой ставки уже к середине 2022 года. Это отразилось в росте «длинных» ставок LIBOR и фьючерсов на ставку (сейчас учитывают 2-3 повышения в 2022 г.) и сглаживании наклона кривой UST за счет роста «среднего» участка кривой. Это оправданно, по нашему мнению, - Федрезерв должен придерживаться мандата и решительно бороться с инфляцией, оставив властям проблему финансирования госрасходов. **Опасаемся, что на фоне растущей обеспокоенности инфляцией и в связи с ротацией руководства, ФРС в 2022 г. может поднять ключевую ставку 4 раза, что рынки пока не учитывают. Но, по нашим оценкам, рост ставки к 1% начнет уже ощутимо сдерживать экономическую активность.**

Ставки LIBOR растут, кривая UST сглаживается



Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

Доллар в 2022 году останется сильнее валют ЕМ, но ослабнет к евро

Долларовый индекс DXY и корзина валют ЕМ

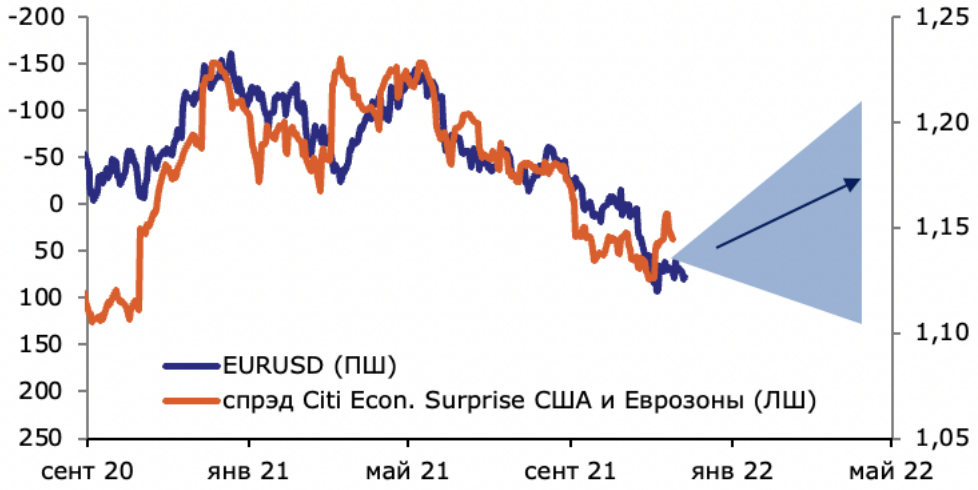
Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

Доллар с весны заметно укрепил позиции по отношению к ведущим мировым валютам, – DXY вернулся на уровни лета 2020 г. Позитивная тональность американской статистики, наряду с резким усилением глобальных инфляционных процессов, сформировавшая ожидания по более раннему началу фазы повышения ключевой ставки в США, привела к ослаблению евро и фунта стерлингов. Отметим, что европейские валюты двигались вслед за разницей доходности 2-летних госбондов США и Европы, в то время как спрэды «длинных», 10-летних, бондов указывают на заметную недооцененность евро и фунта. Способствовали крепости доллара и репатриации капиталов в США во второй половине этого года и охлаждение глобальных экономических ожиданий, а также возросшие риски по развивающимся странам в условиях их большей уязвимости к новым штаммам Covid-19 и высоких цен на товарные активы.

Несмотря на сегментированность спроса на риск, **корзина валют ЕМ во 2П2021 г. перешла к нетипичной «боковой» динамике**: девальвация валют стран Южной Америки, Турции и ЮАР из-за кризисных явлений в них была нивелирована укреплением юаня, вызванным ужесточением регулирования финрынков КНР и стабильностью рубля.

Мы ждем, что **инерция к укреплению доллара сохранится в начале 2022 г.** Сворачивание стимулов ФРС и затягивание ЕЦБ с ответными действиями, а также текущая крепость экономики США удержат пару евро-доллар в диапазоне 1,10-1,15. Но **к концу года ждем возврата евро к 1,2** – более оправданному ориентиру. **Валюты ЕМ в 2022 г. могут испытывать давление со стороны оттока спекулятивного капитала** из-за торможения мировой экономики и ожидаемого отката цен на сырье.

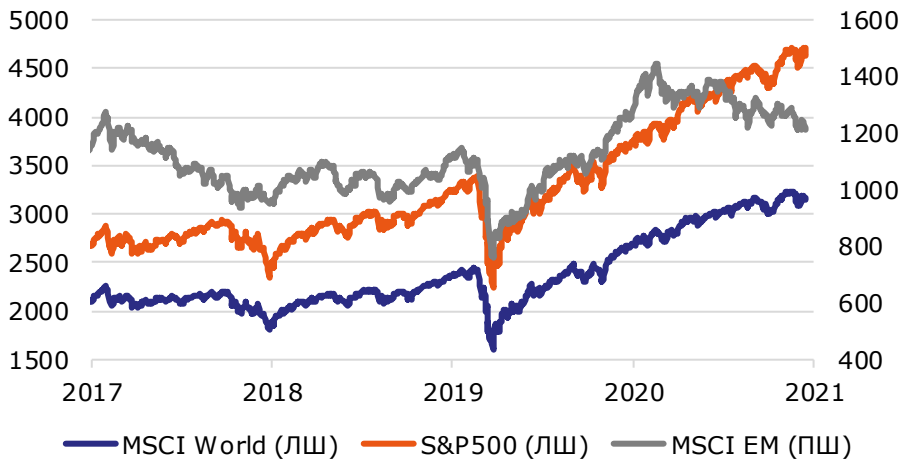
Евро и тональность эк. статистики по США и еврозоне



Источник: Reuters, ПСБ Аналитика

Мировые рынки: дисконт развивающихся рынков к развитым в 2022 году сохранится исторически высоким

Динамика индексов MSCI World, MSCI EM и S&P500

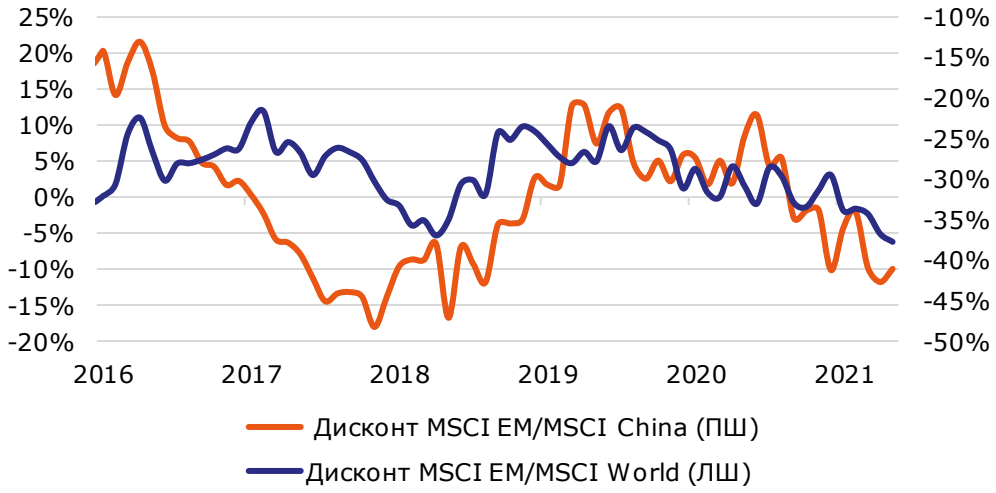


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

В начале 2021 г. индексы развитых и развивающихся рынков дружно обновили исторические максимумы на фоне посткарантинного восстановления экономики. Однако **с весны динамика EM и DM разошлась**: фондовые рынки развитых стран, ведомые США, сохранили растущий тренд, в то время как развивающиеся рынки подпали под давление и большую часть года корректировались на фоне ряда страновых историй. Так, китайский рынок откатывался ввиду регуляторного давления на IT-компании и крепнущих опасений относительно состояния экономики, в т.ч. ввиду кризисного состояния стройсектора. Под ощутимым давлением экономических проблем находились и рынки Бразилии и Турции.

В результате дисконт по forward P/E развивающихся рынков к развитым к концу 2021 г. превысил 35%, уровень 2007 г. Во многом его расширение происходило ввиду падения весомого рынка КНР, оценка которого также снижалась опережающими EM темпами. В 2022 г. слабость экономики КНР, угрозы по распространению новых штаммов COVID-19 в условиях торможения мировой экономики и поступательное ужесточение политики центральными банками разных стран могут продлить фазу сегментированности спроса на риск**. И способствовать некоторому расширению дисконта развивающихся рынков к развитым в 2022 г.** В зоне риска, помимо КНР, традиционно страны со слабым платежным балансом.

Дисконт по P/E MSCI EM к MSCI World и MSCI EM к MSCI China, %

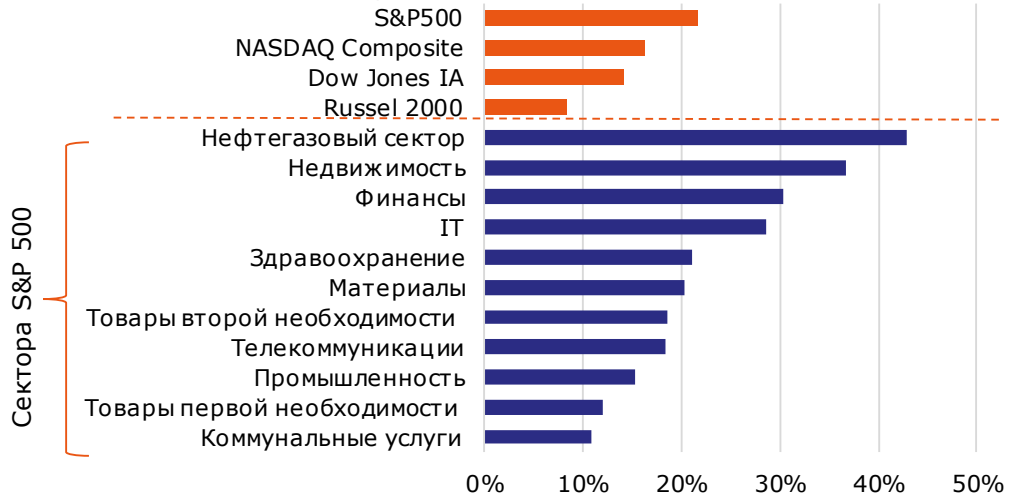


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рынок США: год рекордов, hi-tech – в зоне риска

Динамика ключевых сегментов рынка США с начала года

* по состоянию на 23 декабря

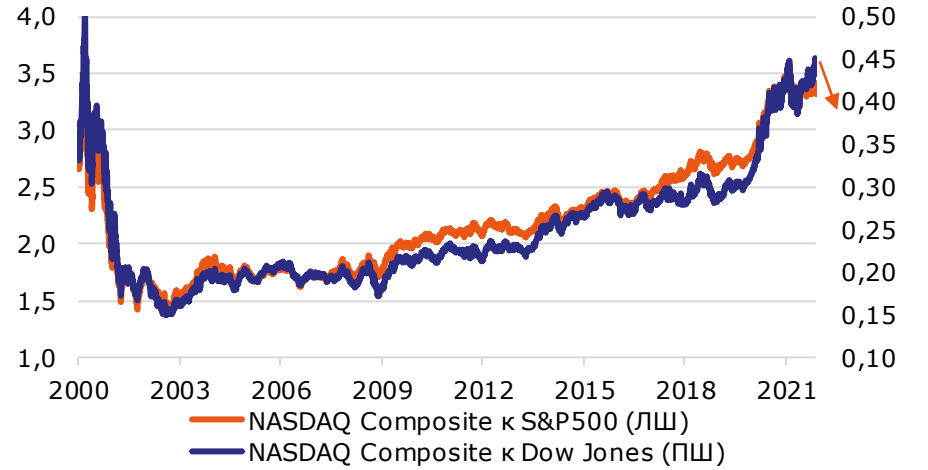


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Для американского фондового рынка 2021 год выдался очень успешным. **С начала года индекс S&P500 прибавил более 20%, выходя выше отметки 4700 пунктов.** Ключевой вклад в рост индекса внесли компании технологического и строительного секторов, которые стали бенефициарами коронакризиса. Опережающий индекс рост смогли показать акции финансовых учреждений и нефтегазовых компаний на фоне восстановления экономики и роста цен на товарных рынках. Полагаем, что **по мере роста экономики в следующем году циклические сектора смогут продолжить свой рост, но более скромными темпами.**

Высокий спрос на «фишки» технологического сектора привел к уверенной динамике NASDAQ Composite. Его отношение к промышленному Dow Jones IA и Russel2000, учитывающему компании средней и малой капитализации, взлетело к уровням кризиса dotcom'ов и смотрится уже неустойчиво, особенно в свете перспектив повышения ключевой ставки ФРС, способной снизить привлекательность акций «роста». Негативным фактором для высокотехнологического сектора способно выступить и вероятное ослабление влияния пандемии, которое будет способствовать частичному восстановлению прежней модели потребления, а также склонность ряда стран к ужесточению регулирования. **Мы полагаем, что hi-tech уступит циклическим секторам в динамике в 2022 году.**

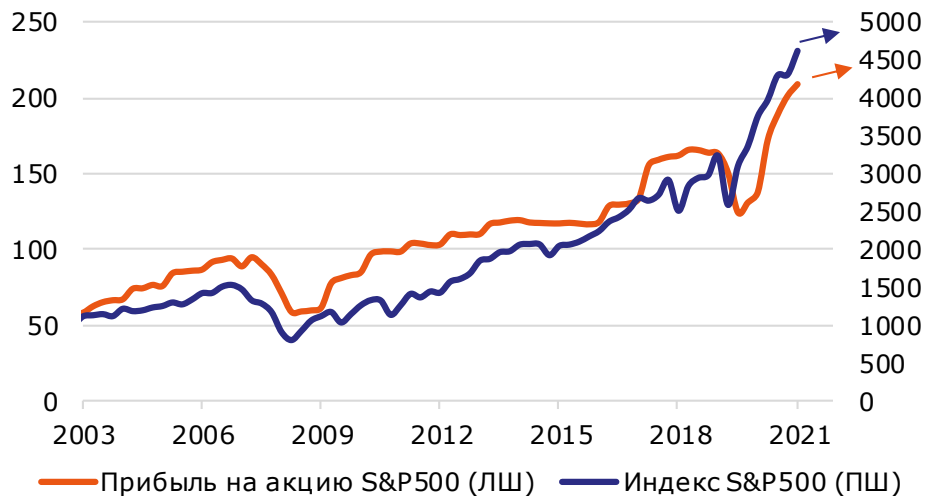
Отношение индекса NASDAQ Composite к Dow Jones и S&P500



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рынок США: замедление темпов роста прибылей корпораций США несет риски американскому рынку акций

Индекс S&P500 и динамика EPS



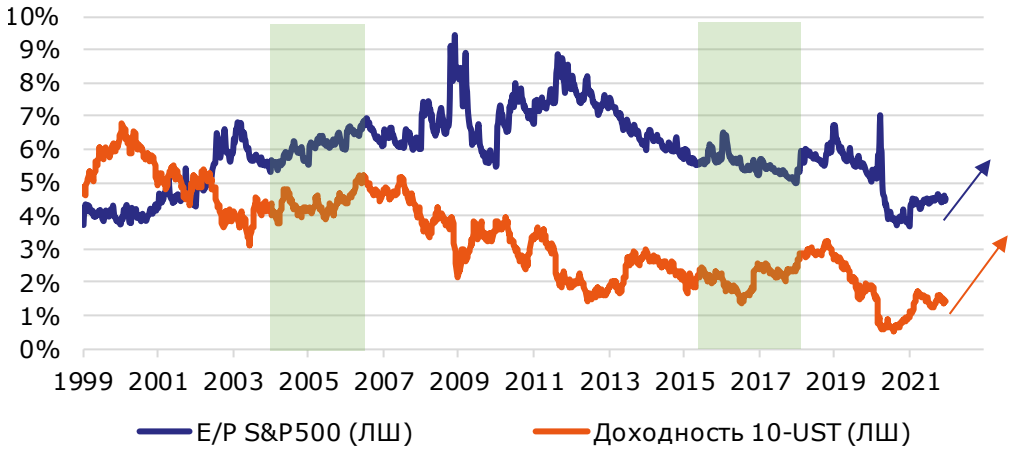
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

В 2021 г. темп показателя EPS (прибыль на акцию) вырос на 50%, способствуя значительному росту и американского рынка акций. Постпандемийное восстановление мировой экономики, меры господдержки и низкие ставки, наряду с цифровизацией способствовали росту финрезультатов, в первую очередь hi-tech.

В 2022 г. ожидается существенное замедление темпов роста корпоративных прибылей, что связано с вероятным торможением потребительской активности в условиях завышенного инфляционного фона, а также усиления антимонопольного регулирования крупнейших технологических компаний. Опасаемся, что рост EPS S&P500 будет околонулевым (текущий консенсус-прогноз Bloomberg пока ожидает, что EPS вырастет на 4,9% г/г).

В последние циклы повышения ставки ФРС поведение доходности (E/P) фондового рынка США и UST отличалось. Так, в 2004-2007 гг. доходности фондового рынка и UST росли, ведомые высокой инфляцией, тогда как в 2016-2018 гг. наблюдалось их расхождение (из-за более низкого инфляционного фона). Мы, ввиду повышенной инфляции и осторожного взгляда на экономическую активность в Америке, среднесрочно склонны ждать повторения сценария именно 2004-2007 гг: согласованного роста доходности 10-летних UST (наша цель – 2,5%) и E/P рынка акций. В условиях торможения EPS рост E/P американского фондового рынка может быть обеспечен коррекционным откатом рынка уже в 2022 г.

E/P S&P500 и доходность американских казначейских бумаг, %

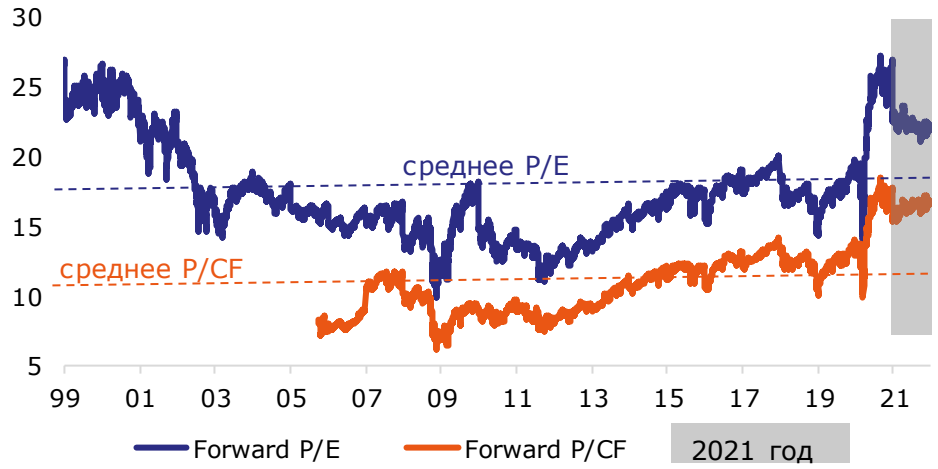


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рынок США: рыночные метрики также указывают на «перегретость»

ПСБ Аналитика

Forward P/E и Forward P/CF индекса S&P 500 в 1999-2021 гг

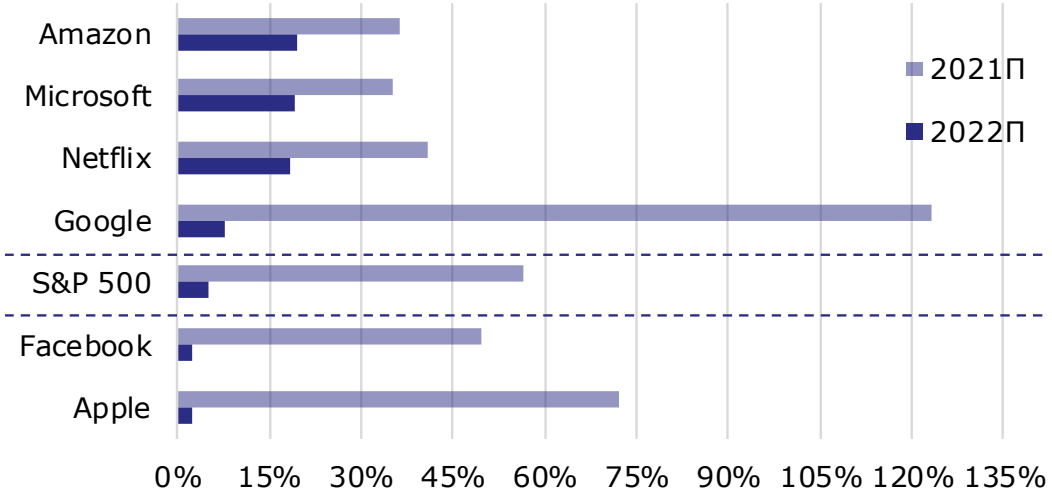


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Активный рост американского фондового рынка в 2021 г. сопровождался более активным ростом финансовых показателей корпораций, способствуя некоторому снижению P/E, впрочем, остающемуся на исторически высоких уровнях. Текущее значение P/E превышает 20х, оставаясь недалеко от пиков 2000-2001 гг. Более примечательно, с нашей точки зрения, сохранение показателя P/CF у максимумов прошлого года, отражающее более слабый рост денежных потоков компаний по сравнению с прибылью, в основном из-за акций «роста». **По нашим оценкам, рынок США в целом можно квалифицировать как перегретый из-за высоких оценок hi-tech. Мы склонны ждать снижения мультипликаторов до более исторически оправданных значений.**

В 2021 г. крупнейшие технологические компании США показали впечатляющие темпы роста прибыли на акцию. Однако в следующем году ожидается их резкое замедление по ряду компаний (Apple, Google, Facebook), причем до статистически незначимых уровней, указывающих на высокие риски стагнации доходов. Более того, учитывая наш консервативный взгляд на мировую экономику и потребительскую активность, не исключен и негативный сюрприз по прибылям «весовых» hi-tech.
В целом мы консервативно смотрим на рынок акций США.
В базовом сценарии допускаем инерционный рост индекса S&P500 до уровня 5000 пунктов в начале года, с началом отката индекса в район 4200-4400 пунктов во 2П 2022 г.

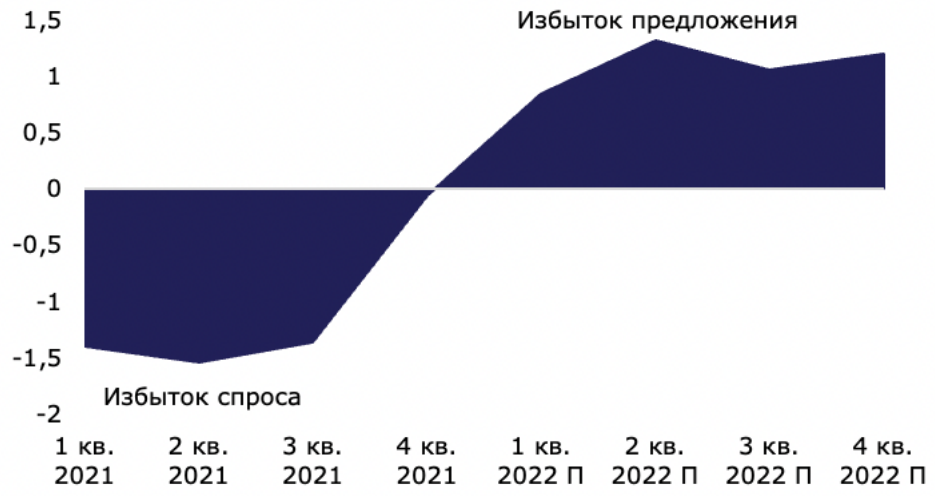
Динамика EPS крупнейших технологических компаний США



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рынок нефти: ждем перехода к профициту предложения

Мировой баланс рынка нефти, млн барр./день

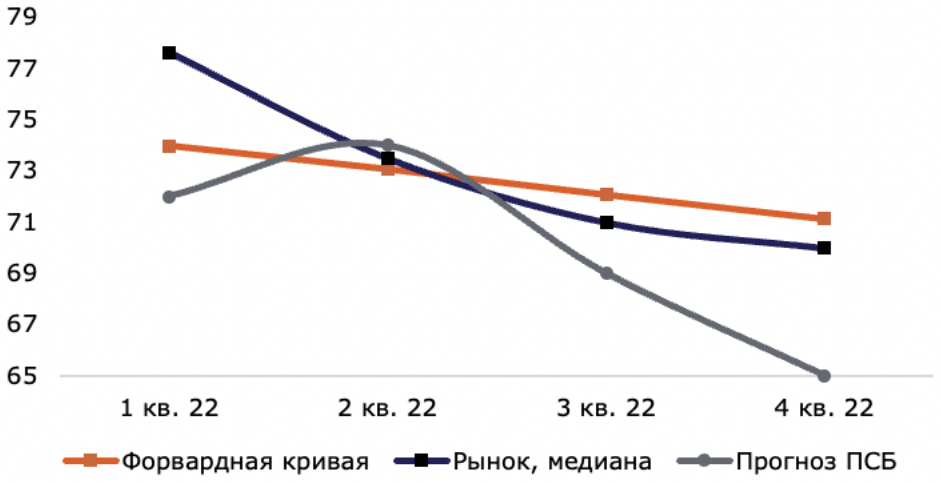


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Полагаем, что динамика средних цен на нефть Brent в 2022 г. будет преимущественно сдержанно нисходящей. Мы считаем, что против роста цен на нефть будут играть такие факторы, как: 1) сворачивание стимулов в США и ожидания резкого роста ставок; 2) торможение темпов роста мировой экономики, в первую очередь, крупнейшего потребителя – Китая; 3) распродажа нефти из стратегических резервов + рост предложения странами ОПЕК+. Форвардный рынок уже рисует довольно устойчивую бэквордацию на 2022 г., частично учитывая опасения относительно баланса рынка нефти в следующем году. **Мы ждем перехода рынка нефти к профициту предложения уже весной 2022 г.**, что в числе прочих факторов будет оказывать понижательное давление на цены.

Дополнительным ограничителем спроса на нефть в следующем году может выступить сохранение сложной эпидемиологической ситуации. Распространение омикрон-штамма и, возможно, новых мутаций коронавируса будет оказывать сдерживающие влияние на энергоемкие сектора экономики (транспорт, промышленность) в 2022 г.: не прошло достаточно времени, чтобы с высокой степенью определенности судить об отсутствии необходимости ужесточения текущих/введения новых ограничительных мер в ведущих странах, способных затянуть восстановление к доковидной модели экономики.
Мы ориентируемся на среднегодовой диапазон Brent в 65-70 долл./барр., полагаем, что 63-65 долл./барр. стоит ожидать к концу 2022 г.

Прогноз цен на нефть Brent, долл./барр.

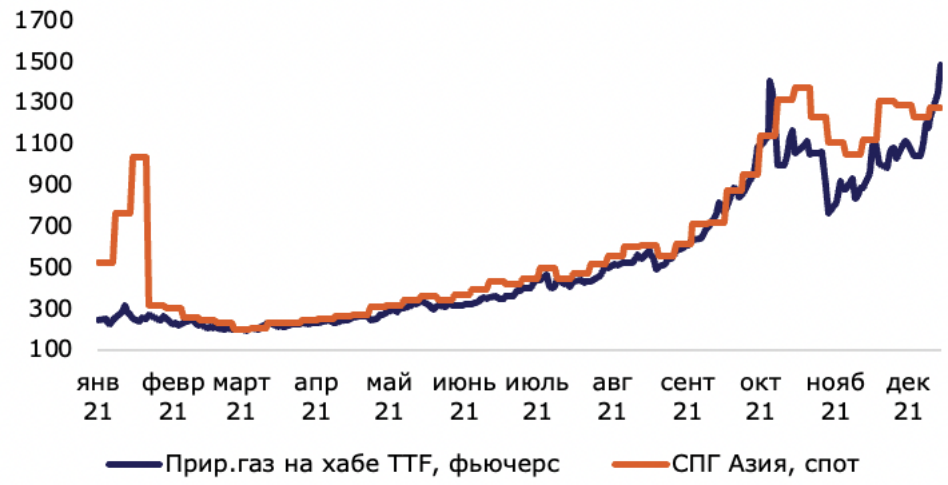


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рынок газа: цены, как минимум, до весны сохранятся высокими

ПСБ Аналитика

Цены на газ в Европе и Азии, долл./1 тыс.куб.м

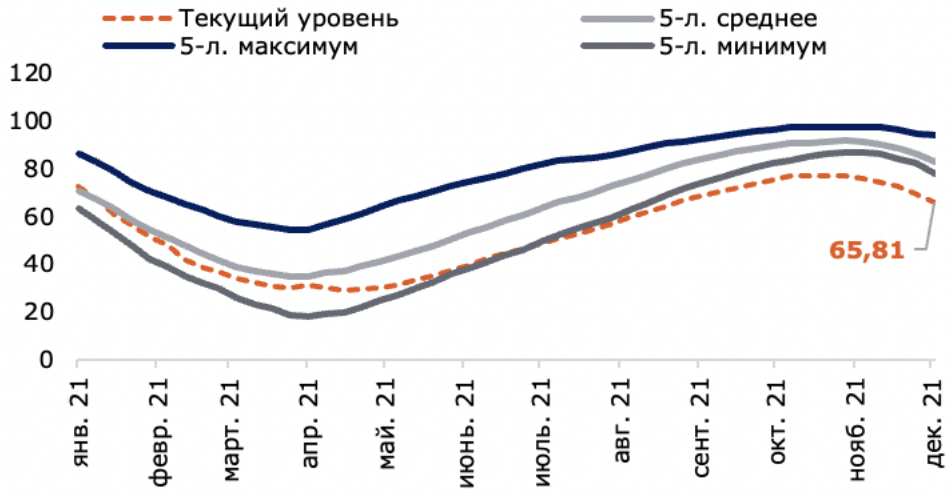


Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

2021 г. стал годом газа, как мы писали в Стратегии год назад. Однако даже в самых смелых прогнозах мы не ожидали разворачивания настоящего энергокризиса в ЕС и столь бурного роста цен. По сути, **сложился «идеальный шторм»:** спрос на энергоносители восстанавливался заметно быстрее ожиданий, а предложения не хватало. Более того, Европа по ряду причин не смогла обеспечить достаточный уровень выработки электроэнергии и запасов в ПХГ, а СПГ практически полностью «ушел» на премиальный рынок Азии. Параллельно Россия не была готова заметно наращивать поставки газа в Европу до запуска Северного потока-2, старт которого также забуксовал и, видимо, состоится лишь ближе к середине 2022 г. На фоне ожиданий холодной зимы и возможного дефицита газа цены вышли на рекордные уровни.

По нашим оценкам, **ситуация на рынке газа стабилизируется**, скорее всего, ближе ко второй половине 2022 г., по мере замедления темпов роста мировой экономики, спроса на энергоносители и восстановления поставок. Охладить рынок помогут нормализация климатической обстановки и рост предложения СПГ из США в результате реализации крупных проектов по вводу мощностей после «паузы» в 2020-2021 гг. **До весны 2022 г., как минимум, цены на газ останутся волатильными и будут исторически очень высокими:** мы ориентируемся на 1000-1300 долл./ тыс. куб.м в среднем. **К концу 2022 г. полагаем, что цены опустятся до 600-800 долл./1 тыс. куб. м.**

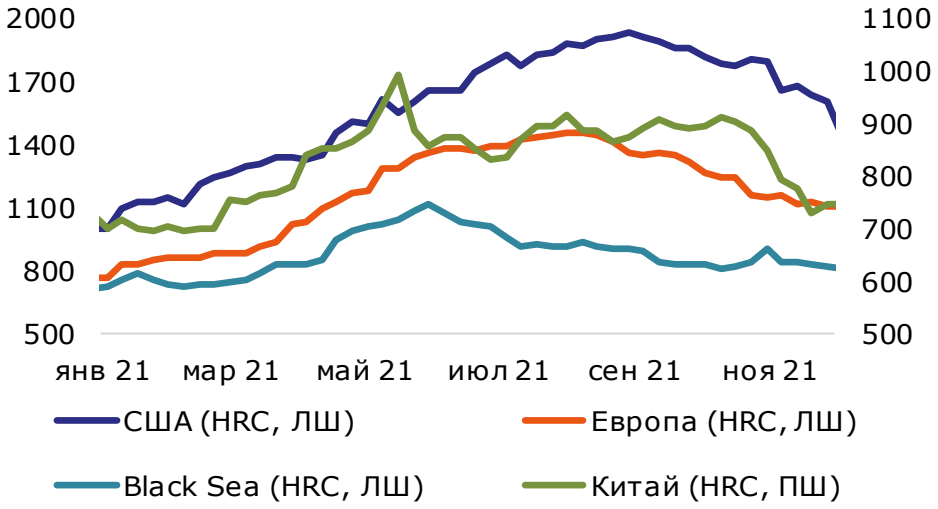
Заполненность запасов газа в хранилищах ЕС, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Черная металлургия: цены на сталь в 2022 г. останутся под давлением

Изменение цен на сталь в разных частях мира, долл./т.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

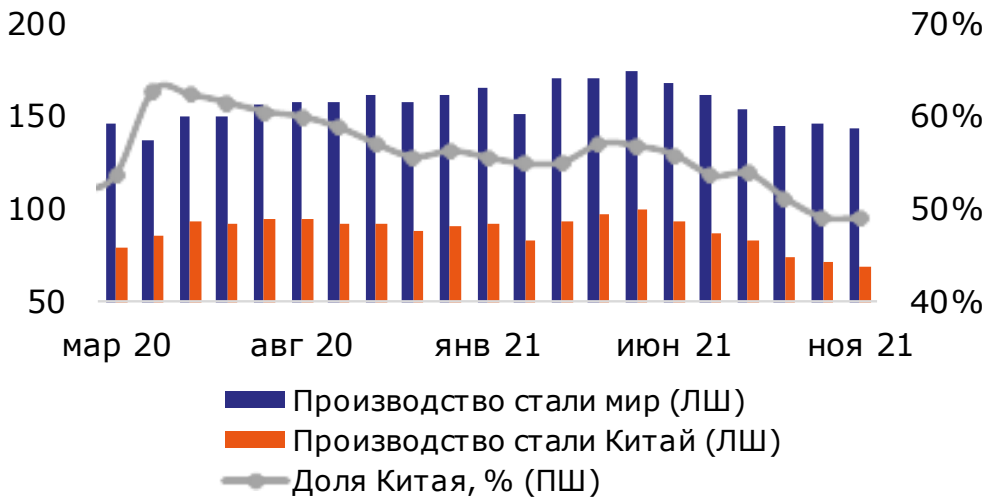
За 11М этого года общемировое производство стали увеличилось на 4,5% г/г, однако среднемесячные объемы к концу года снизились к уровням начала 2020 г. за счет заметного сокращения выплавки в КНР, что связано с ужесточением экологических требований и энергетическому кризису, обострившим проблемы строительной отрасли. В результате доля КНР в выплавке упала до 49,1%, минимума с 2017 г. Вне Китая производство растет, но годовые темпы роста понижаются во всех регионах ввиду дороговизны сталелитейной продукции и постепенного удовлетворения отложенного после пандемии спроса.

Вслед за производством **мировые цены на сталь также начали снижаться, откатываясь от исторических максимумов.**

Ввиду высокой базы и перспективы охлаждения рынков недвижимости и машиностроения в КНР, а также в развитых странах по мере роста ставок **ценовая конъюнктура рынков стали в 2022 г. может остаться негативной.** По завершении зимних Олимпийских игр в КНР (февраль) видим потенциал некоторого восстановления выплавки стали в Поднебесной, что наряду с вероятным ужесточением регулирования рынка жилья также негативно повлияет на цены.

Мы **ждем, что цена на HRC в портах Черного моря в 2022г. будет преимущественно находиться в зоне 700-800 долл./т.,** что подразумевает снижение среднегодовых цен примерно на 10%. Более резкого отката от пиков, по нашему мнению, ожидать все же пока не стоит: энергетический кризис в КНР и Европе способен сдерживать предложение стали.

Производство стали в мире, млн т.

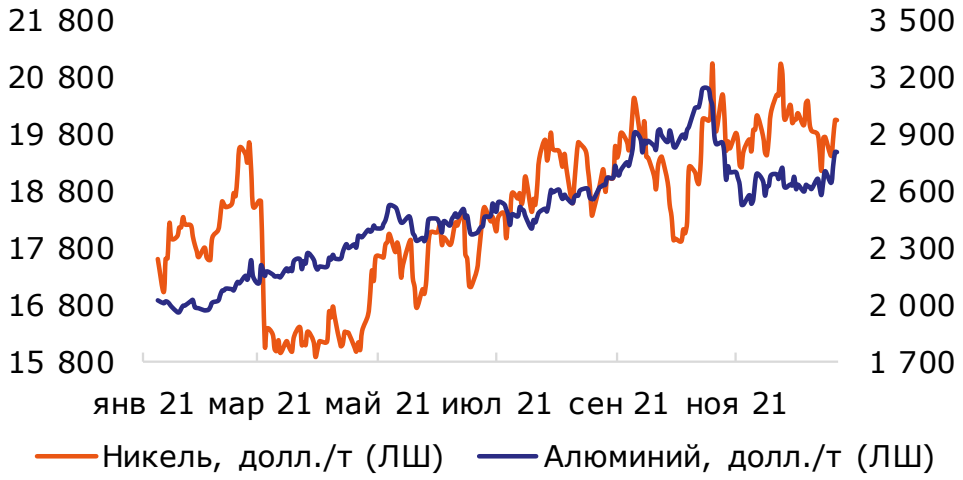


Источник: WSA, ПСБ Аналитика

Промышленные металлы: коррекция цен на алюминий и медь неизбежна. На никель смотрим умеренно позитивно

ПСБ Аналитика

Стоимость алюминия и никеля



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Цены на алюминий в текущем году достигали 13-летних максимумов, а на медь – исторических. Рост был связан с высоким спросом на промышленные металлы из-за фазы активного восстановления мировой экономики. Переломным моментом, однако, стало резкое падение цен на уголь, способствовавшее восстановлению производства в Китае, из-за чего цены на медь и алюминий скорректировались. Негативным фактором выступили и крепнущие ожидания торможения мировой экономики и риски по КНР, отразившиеся в спаде инфляционных ожиданий по США.

Цены на никель выглядели сильнее: стоимость тонны в текущем году, впервые с 2014 г., уверенно держится у 20 000 долл./т на фоне ограниченного предложения и растущего спроса на батареи.

Ожидаем, что в 2022 г. цены на никель будут тяготеть к закреплению выше 20 000 долл./т благодаря развитию «зелёных» технологий и субсидированию сектора электротранспорта в мире.

Рынки алюминия и меди, на наш взгляд, останутся под давлением из-за спада спроса вследствие снижения темпов роста мировой экономики вместе с постепенным наращиванием предложения крупнейшими производителями. **По нашим оценкам, средние цены на алюминий в 2022 г. опустятся до 2 200 долл./т, а на медь – до 8 250 долларов за тонну.**

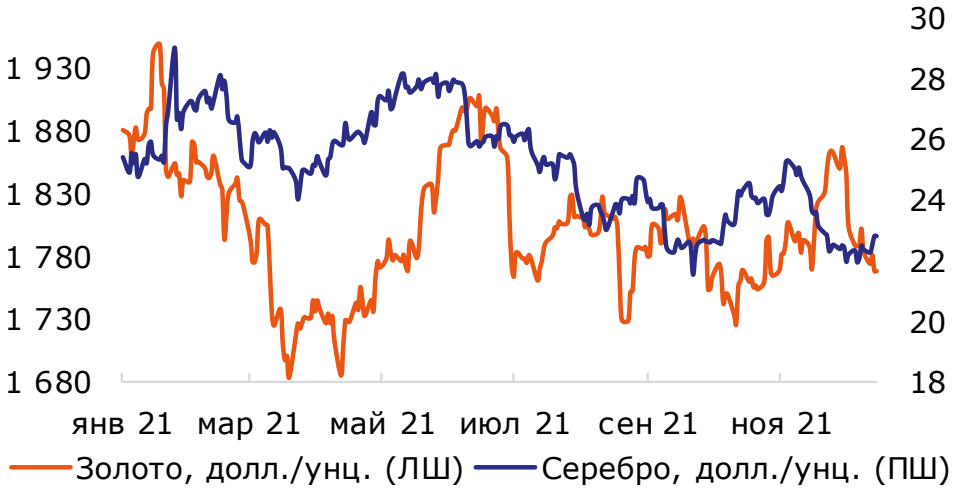
Цены на медь и инфляционные ожидания

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Драгоценные металлы: 2022 г. – еще один год испытаний для золота и серебра

ПСБ Аналитика

Цены на золото и серебро



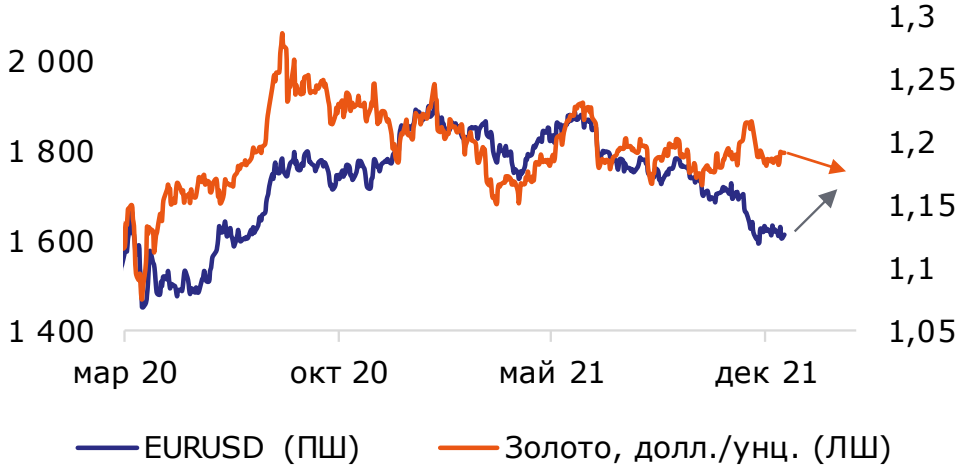
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Укрепление доллара в условиях более устойчивого экономического роста в США и повышенный аппетит к риску инвесторов на фоне восстановления мировой экономики оказали негативное влияние на стоимость золота и серебра в этом году.

В течение большей части 2021 г. цены на золото и стоимость пары EUR/USD двигались синхронно. Лишь к концу года стало наблюдаться различие в их динамике: из-за усиления инфляционных процессов цены на золото удерживаются вблизи отметки 1 800 долл./унц, евро ослабило свои позиции на фоне бездействия ЕЦБ в отношении сворачивания стимулов, в то время как Федрезерв начал де-факто ужесточать свою политику.

В начале 2022г. драгметаллы будут находиться под давлением ожиданий начала цикла повышения ставки ФРС и рисков ужесточения политики регулятора в дальнейшем. Сохраняющийся высокий инфляционный фон, способствующий спросу на физическое золото, скорее, сможет лишь смягчить негативное влияние роста ставок. Улучшение динамики золота мы ожидаем лишь к середине года, после прояснения ситуации со сворачиванием стимулов ЕЦБ и начала укрепления евро. В целом ждем безыдейного года для драгметаллов: **среднегодовая цена на золото в 2022 г. может составить 1 740 долл./унц., на серебро – 22 долл./унц.** Мы пока не видим значимых факторов, которые бы помогли драгметаллам в 2022 г. перейти к фазе устойчивого среднесрочного роста.

Евро и стоимость золота



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Россия: сворачивание стимулов несколько ограничит рост экономики

ПСБ Аналитика

Динамика реального ВВП

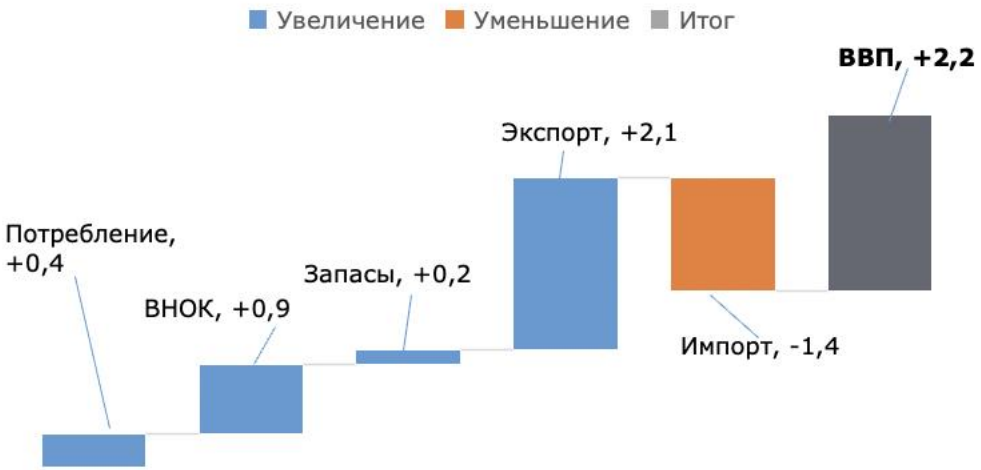
Источник: Росстат, ПСБ Аналитика

Рост ВВП в 2021 г. оказался заметно лучше ожиданий. К докризисным уровням экономика вернулась уже в середине года, тогда как самые смелые прогнозы пророчили это лишь в начале 2022г. Причем в 3-4 кв. темпы роста ВВП оставались значительными (3 кв.: +4,3% г/г, что выше долгосрочных уровней; в 4 кв. ждем более 3% г/г). Главный фактор роста этого года – эффект низкой базы и активное расширение внутреннего спроса при поддержке монетарных и бюджетных стимулов, поддержавших кредитование и капиталоемкие отрасли. Драйвером выступил и высокий внешний спрос на сырье, в т.ч. благодаря расширению добычи нефти (ОПЕК+).

В 2022 г. рост реального ВВП замедлится. К торможению приведут, по нашему мнению, обратные факторы: сворачивание монетарных и бюджетных стимулов, естественное в условиях повышенной инфляции, а также эффект высокой статистической базы 2021 г.

Главным драйвером роста ВВП останется экспорт ввиду устойчивого глобального спроса на сырье и дальнейшего ослабления ограничений ОПЕК+. Вклад инвестиций будет ниже и нивелируется отрицательным влиянием расширения импорта. Вклад потребления снизится за счет снижения кредитной активности физлиц, выездного туризма и бюджетной консолидации. **Рост ВВП в 2022 г. по прогнозу составит 2,2%.**

Прогноз вклада компонентов в прирост ВВП в 2022, п.п.



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика

Россия: внутренний спрос возьмет паузу?

Оценка трат на выездной туризм

Источник: ПСБ Аналитика

Активному восстановлению внутреннего спроса в этом году, наряду с низкой базой 2020 г., способствовали рост бюджетных трат, выездные ограничения и увеличение доступности кредита.
Инвестиции росли за счет рекордного объема госкапзатрат и дешевых кредитов. **В 2022 г. им на смену должна прийти трансформация рекордной прибыли 2021 г. в инвестиции,** но она, скорее всего, будет носить умеренный характер.
Рост конечного потребления в 2022 г. замедлится: снизится доступность кредитов, а активное восстановление выездного туризма приведет к росту трат за рубежом и ограничит рост розничных продаж примерно на 2 п. п.

В отраслевом разрезе ожидается смена драйверов экономического роста в 2022 г. Наиболее весомый рост покажут **транспорт и добыча полезных ископаемых**, которые в 2021 г. не в полной мере реализовали потенциал восстановления. Также хорошие результаты за счет низкой статистической базы 2021 г. должны быть в **сельском хозяйстве**, причем, при благоприятных погодных условиях рост может быть и более значительным. Высокая внешнеэкономическая активность перевесит замедление внутреннего спроса и эффект высокой базы, обеспечив опережающий рост **оптовой торговли**. А вот потенциал роста обрабатывающей промышленности и строительства в 2022 г. выглядит ограниченным.

Динамика добавленной стоимости по основным отраслям

Источник: ПСБ Аналитика

Россия: ужесточение монетарной политики — неизбежная необходимость

ПСБ Аналитика

Инфляция и процентная политика Банка России

Источник: Банк России, ПСБ Аналитика

Банк России продолжил цикл повышения ставки, начатый весной 2021 г., доведя ее к концу года до 8,5%.

Сворачивание монетарных стимулов в России было неизбежным и опережало большинство других стран вследствие более быстрого восстановления экономики, а также заметного усиления инфляционного давления, в значительной степени вызванного, впрочем, глобальными факторами: ростом мировых цен из-за нарушения цепочек поставок и логистики. Игнорирование сигналов регулятором могло угрожать финансовой стабильности (характерный пример - Турция). Отметим, однако, что Банк России постоянно «догонял» инфляцию, — реальная ключевая ставка оставалась отрицательной.

По нашему базовому прогнозу, в ближайшие месяцы реализуется разворот инфляционного тренда, — сработают эффект базы и меры антиинфляционной политики (повышение ставки и таможенные ограничения). Это позволит Банку России завершить цикл повышения ставки в 1 кв. 2022 г. на уровне около 9,5%. Во втором полугодии, при нормальном с/х сезоне, **инфляция** снизится, но все равно **останется выше таргета (4%) на конец года.** Это определит среднесрочную тактику ЦБ – медленный возврат ставки к «нейтральному» уровню (5-6%). Более консервативный, но менее вероятный сценарий — инфляция продолжит рост и потребуется повышение ключевой ставки выше 10%.

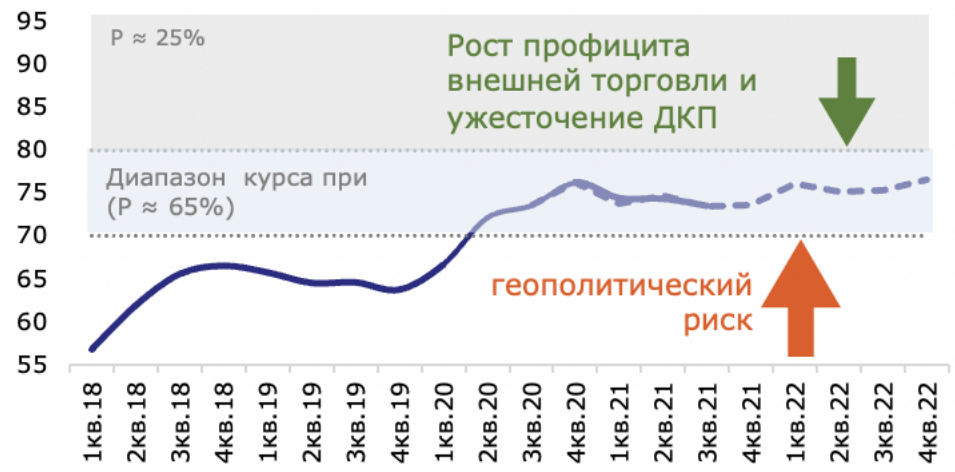
Сценарный прогноз динамики ключевой ставки

Источник: ПСБ Аналитика

Рубль продолжит плавно ослабевать в 2022 году

ПСБ Аналитика

Динамика среднеквартального курса рубля к USD

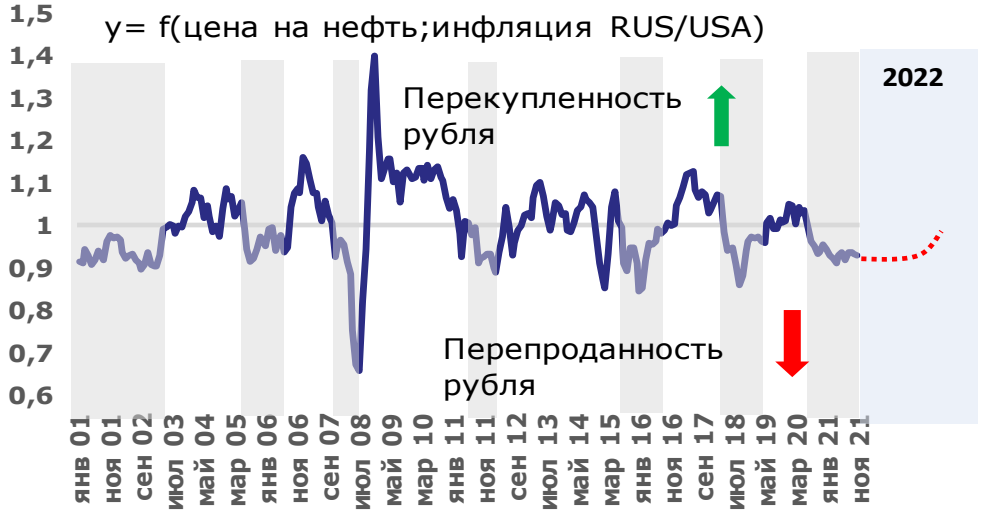


Источник: Банк России, ПСБ Аналитика

В 2021 г. прогноз бокового движения курса рубля реализовался. Курс рубля так и не смог укрепиться, несмотря на сильные фундаментальные предпосылки (рекордный внешнеторговый профицит, высокая нефть, заметное повышение ключевой ставки и т.д.). Основным негативным фактором для российской валюты выступило обострение в конце этого года санкционных рисков, проявившееся в частичном оттоке капиталов иностранных инвесторов.
Впрочем, движение курса национальной валюты существенно не отличалось от динамики курсов валют большинства стран EM. Большую часть года поддержку курсу рубля оказывали и, как мы рассчитываем, будут оказывать высокие цены на нефть.

В прогнозе на 2022 г. по-прежнему доминирует вероятность **движения курса доллара** в уже устоявшемся широком ценовом коридоре (70-80 руб.). Сохранение цен на нефть на комфортных уровнях, умеренно-жесткая монетарная политика и высокий торговый профицит будут ограничивать негативное влияние возможного сохранения жесткой санкционной риторики со стороны Запада и всплесков волатильности на глобальных рынках.
В целом мы ожидаем, что период недооценки курса рубля, уже рекордный по продолжительности (с 2002 г.), перейдет и на следующий год. **Ждем, что средний курс доллара в 2022 г. составит 75,5 руб.** Не исключаем сильных, но локальных отклонений курса рубля от средней, ввиду его высокой чувствительности к геополитической повестке.

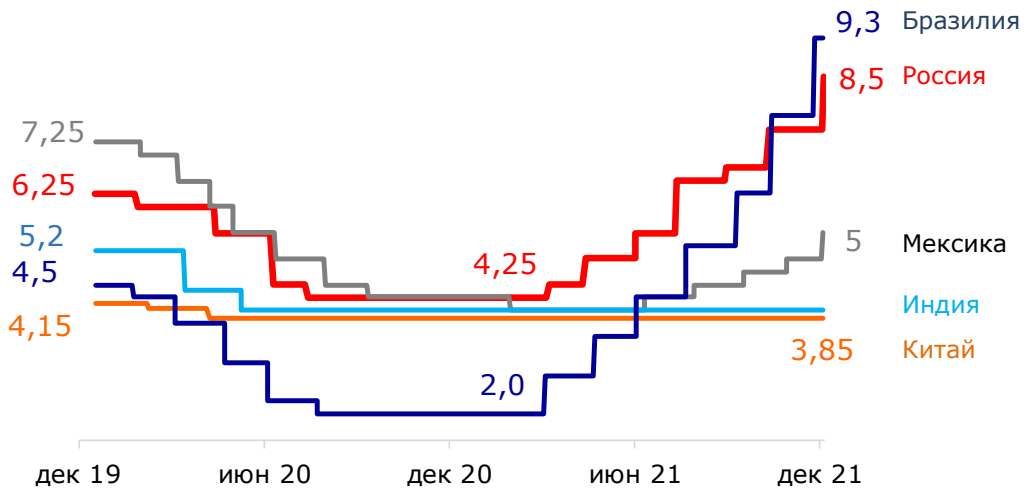
Отклонение курса рубля от модельной оценки



Источник: ПСБ Аналитика

В 2021 году ОФЗ подешевели, отыгрывая рост ключевой ставки

Динамика ключевой ставки ЕМ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

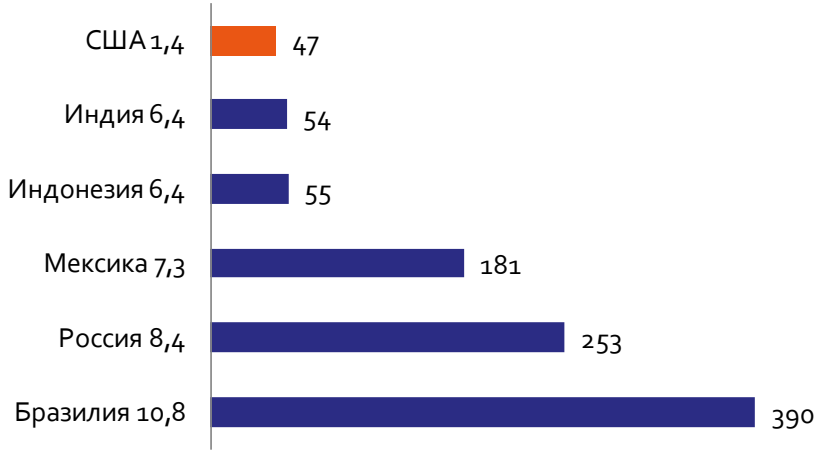
В 2021 г. цены ОФЗ обновили 3-летние минимумы. Доходность 10-летних ОФЗ выросла до 8,5% (+260 б.п.). Решающим негативным фактором стали рост инфляции в РФ и резкое повышение ключевой ставки Банком России. Отчасти способствовали давлению на рынок госдолга и санкционное давление (США ввели санкции на первичный рынок ОФЗ), приведя к росту CDS 5yr. Впрочем, **тенденция к ужесточению монетарной политики и росту доходности долговых инструментов была глобальной** и затронула большинство стран ЕМ.

Цены корпоративных облигаций в 2021 г. также снижались, следуя за ликвидным рынком ОФЗ.

Ряд позитивных факторов поддерживал спрос на рублевые облигации. Так, рост цен на сырьевые товары на мировом рынке способствовал стабильности рубля, крепости экономики и уверенному росту доходов финансового сектора, а также позволил исполнять в этом году федеральный бюджет с профицитом (2,1 трлн руб. за 10м2021). Это снизило потребности Минфина РФ в заимствованиях и обеспечило формирование резервов (ЗВР выросли на 23 млрд долл.).

В результате, российские инвесторы смогли увеличить вложения в ОФЗ на 2,1 трлн руб. Вложения нерезидентов в ОФЗ остались без изменений.

Изменение доходности 10-летних гособлигаций в локальных валютах за 2021 г., б.п.

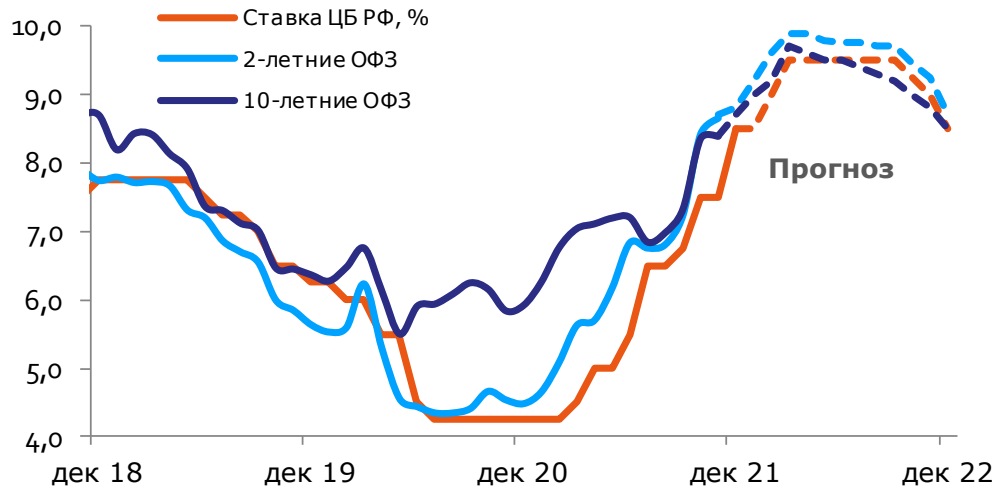


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Предпосылки для улучшения конъюнктуры на рынке облигаций могут появиться в середине 2022 г.

ПСБ Аналитика

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, прогноз ПСБ Аналитика

В первом полугодии 2022 г. прогнозируем рост доходности 10-летних ОФЗ до 9,0 – 9,5% с последующим ее снижением до 8,5 – 9,0% во втором полугодии.

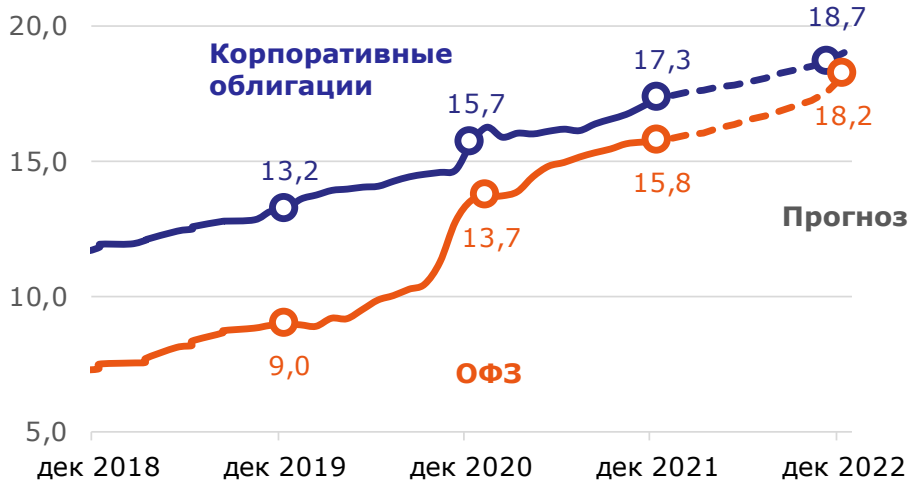
Ужесточение ДКП мировыми центробанками и возможное повышение ключевой ставки ЦБР до 9,5% в первом полугодии 2022 г. приведут, по нашим прогнозам, к смещению вверх всей кривой доходности ОФЗ. Но недлительному: ожидаемое снижение инфляции во втором полугодии 2022 г. и в 2023 г. будет выступать в пользу снижения ключевой ставки, что позитивно для рынка ОФЗ. По мере снижения ставки доходность ОФЗ будет снижаться. Поэтому **оптимальным периодом для наращивания позиций в классических ОФЗ видим 2-3 кварталы 2022 г.**

В 2022 г. Минфин РФ планирует чистые заимствования на 2,4 трлн руб. (2,0 трлн руб. за 11м2021 г.).

Объем чистого размещения новых корпоративных облигаций, по нашим оценкам, может вырасти на 1,7 трлн руб. Таким образом объем рынка корпоративных облигаций в 2022 г. может вырасти до 18,7 трлн руб. (+10% г/г).

Большой объем размещения ОФЗ и жесткая политика ЦБ будут ограничивать потенциал роста рынка корпоративных облигаций. Основной объем размещения новых облигаций будет приходится на 1 и 2 эшелоны. Компании третьего эшелона будут вынуждены предлагать премию к ОФЗ 300 – 500 б.п.

Объем рублевых облигаций в обращении, млрд руб.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Банковский сектор РФ демонстрирует рекордную прибыльность

ПСБ Аналитика

Динамика портфеля кредитов, %

Источник: Банк России, ПСБ Аналитика

Главным трендом 2021 г. в российском банковском секторе мы выделяем существенный рост прибыли.

2,1 трлн руб. составила прибыль банков за 10м2021 г. (+62% к 10м 2020 г. и +46% к 10м 2019 г.). Позитивное влияние на результаты сектора оказал рост кредитования и снижение стоимости риска.

Портфель кредитов юрлицам вырос на 12% г/г, физлицам – на 24% г/г. Вложения в облигации выросли на 13% г/г.

Рост активных операций банки профинансировали за счет привлечения средств от Минфина РФ и Банка России (+51% г/г), корпоративных клиентов (+11%), населения (+4%).

Маржа сохранилась на уровне около 4,4%.

В 2022 г. банковский сектор снизит темпы роста прибыли, но сохранит позитивную динамику. Ожидаем замедление темпов роста кредитного портфеля юрлиц до 6%, физлиц – до 12%. Будет сказываться повышение ставок, замедление темпов роста экономики, ужесточение регулирования.

Прибыль может вырасти на 5-10% г/г. Высокие ставки обеспечат рост процентных доходов.

Основными рисками для сектора видим ужесточение регулирования (повышение требований к капиталу, ограничение кредитования). Внешним негативом может выступить усиление санкционного давления.

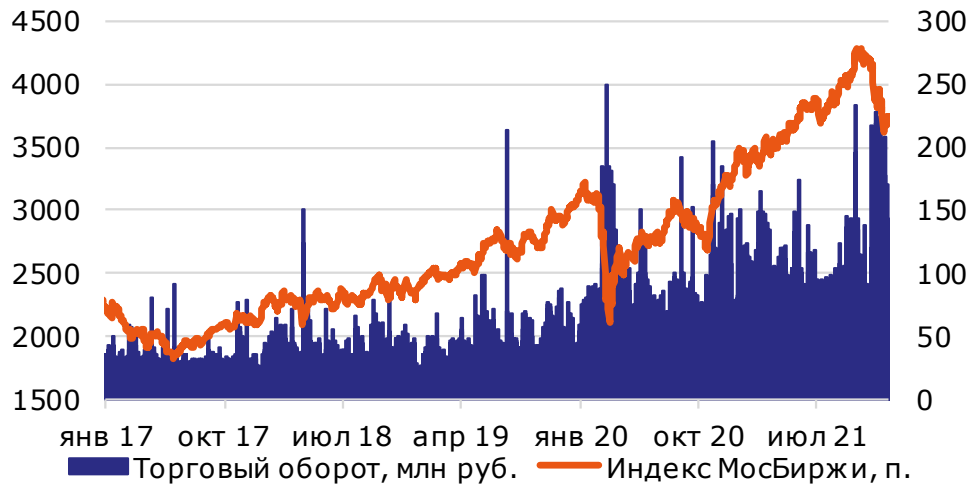
Динамика прибыли банков

Источник: Банк России, ПСБ Аналитика

Индекс МосБиржи смог обновить исторические пики, но откатился к концу года

ПСБ Аналитика

Индекс МосБиржи и торговая активность



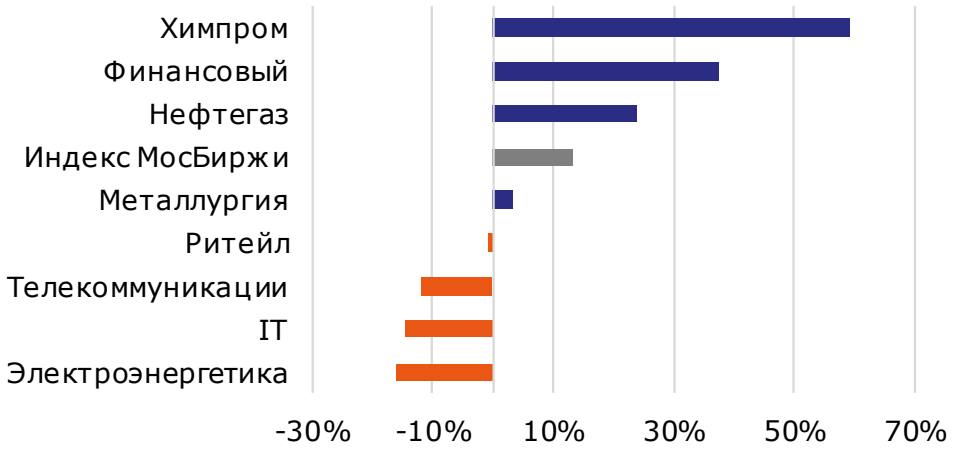
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Прошедший год выдался для российского рынка весьма успешным. **До осени индекс МосБиржи уверенно рос, сумев обновить исторический максимум, достигнув отметки 4288 пунктов на фоне активного роста** цен на товарных рынках и крепости российской экономики, способствовавшим уверенному росту доходов и дивидендных выплат. К концу года усиление страновых рисков в условиях спада интереса к активам EM привели к резкой коррекции: индекс МосБиржи растерял почти половину годового роста, однако остается в растущем тренде.

В секторальном разрезе «фаворитами» рынка к концу года оказались предприятия отрасли минеральных удобрений и нефтехимии, чему способствовало ралли цен на минеральные удобрения. Заметно прибавили бумаги финансового сектора, чистая прибыль ведущих представителей которого обновила рекорды за счет бума кредитования. Увеличение объемов добычи в рамках сделки ОПЕК+ и рекордные цены на газ в Европе вывели нефтегазовый сектор на третье место. А вот акции металлургов, на фоне ослабления цен на металлы, рисков по КНР и повышения налогов уступили рынку, несмотря на высокую дивидендную доходность ряда «фишек».

Динамика секторов индекса МосБиржи с начала года

*По состоянию на 23 декабря 2021 года

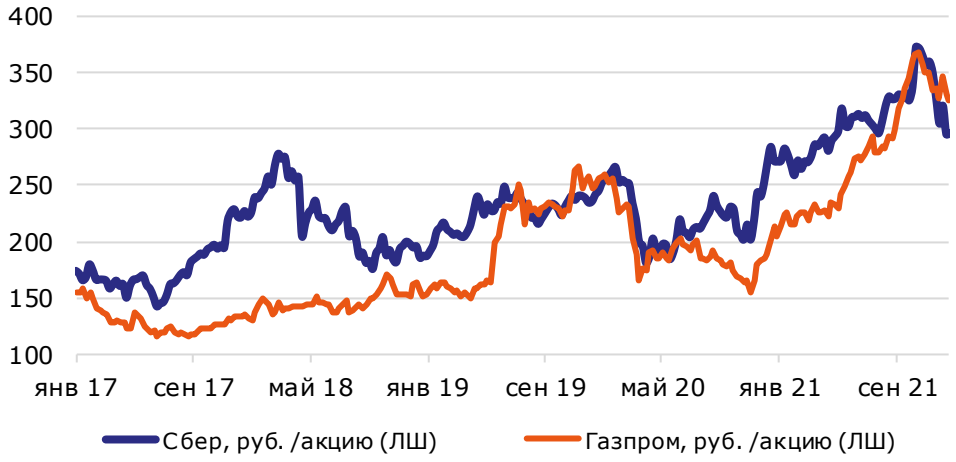


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Российский рынок: торговая активность сместилась из финансового в «идейный» нефтегазовый сектор

ПСБ Аналитика

Акции Сбера, Газпрома и индекс МосБиржи

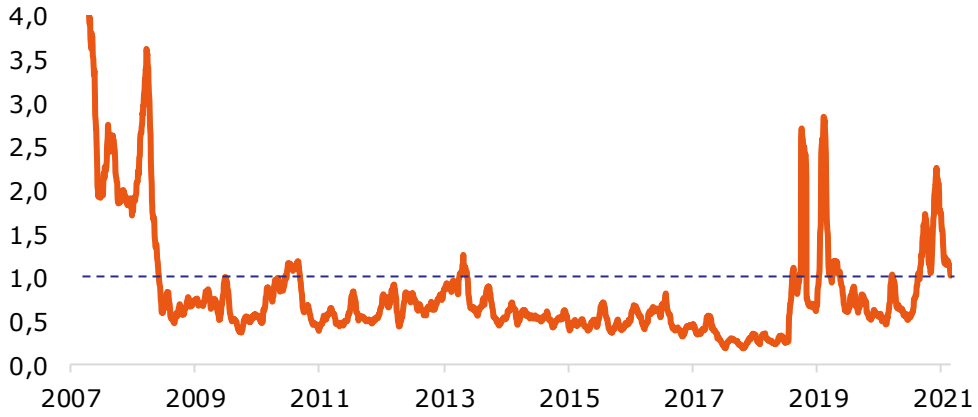


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Важной особенностью фазы роста российского фондового рынка в этом году стало повышение «идейности» нефтегазовых компаний со снижением спроса на ключевые «фишки» финансового сектора. В основе этой тенденции лежит пересмотр рыночных перспектив акций Газпрома, включающий в себя виды на более заметное повышение дивидендных выплат и завершение Северного Потока-2. Второй фактор — исключительно благоприятная ценовая конъюнктура рынков энергоносителей и энергокризисы в Европе и Азии, способствующие рекордным ценам на газ. В результате **акции Газпрома в конце года выглядели заметно сильнее и устойчивее Сбера** (да и рынка в целом) к санкционной риторике и всплескам волатильности.

Акции Газпрома вернули себе и статус наиболее ликвидной «фишки». Напомним, что с 2009 г. ликвидность акций Газпрома была меньше, чем акций Сбера. Попытки перелома тренда наблюдались в 2019 г. на фоне изменения Газпромом дивидендной политики, однако не были уверенными. **С лета 2021 г.** объем торгов бумагами Газпрома стал уверенно превышать аналогичный показатель Сбера, при этом тенденция сохраняется уже несколько месяцев. Мы полагаем, что в 2022 г. **акции Газпрома, в случае, если дивидендные ожидания оправдаются, останутся наиболее ликвидной бумагой российского рынка.**

Отношение торговой активности акций Газпрома к Сберу

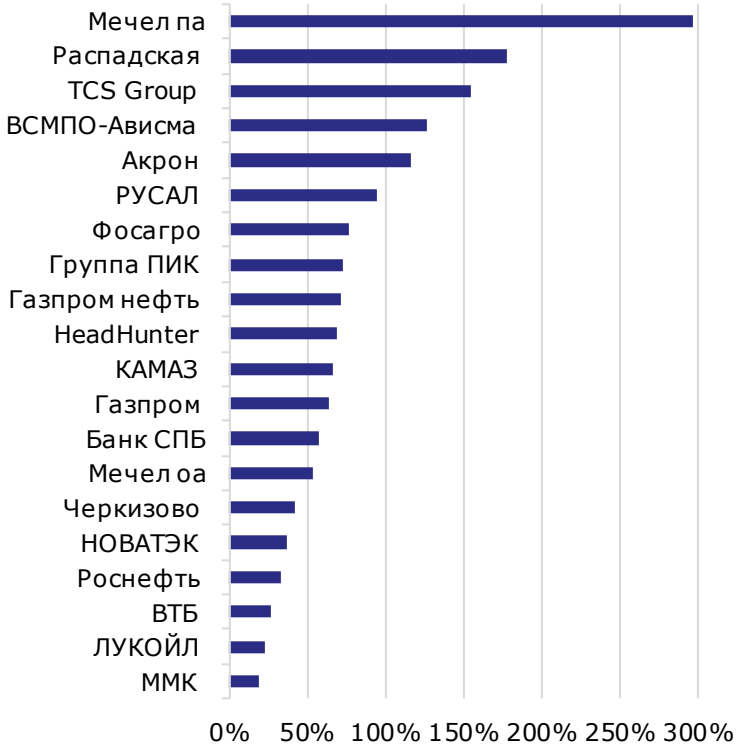


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Российский рынок акций: лидеры и аутсайдеры с начала года

ПСБ Аналитика

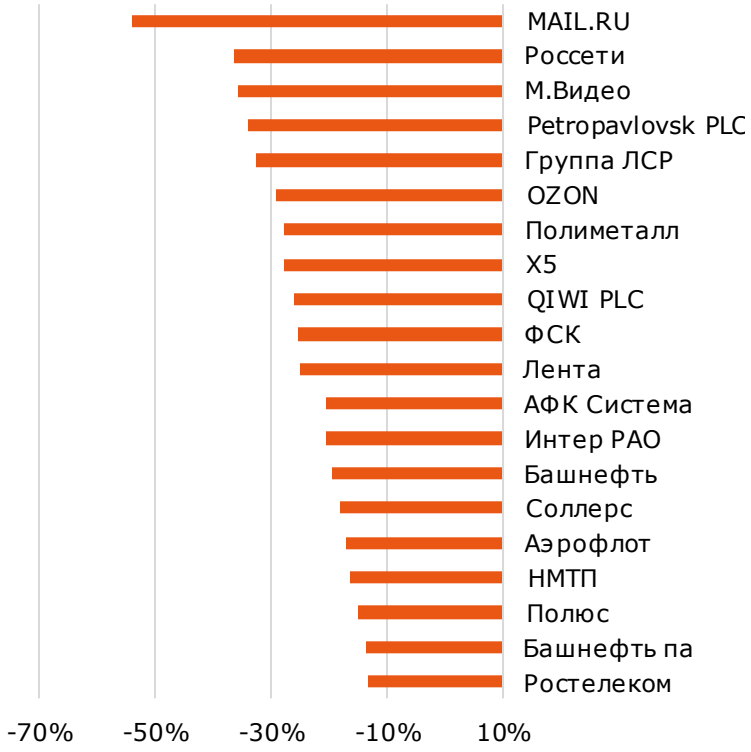
ТОП - 20 лидеров роста



*по состоянию на 23 декабря

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

ТОП - 20 аутсайдеров



*по состоянию на 23 декабря

Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

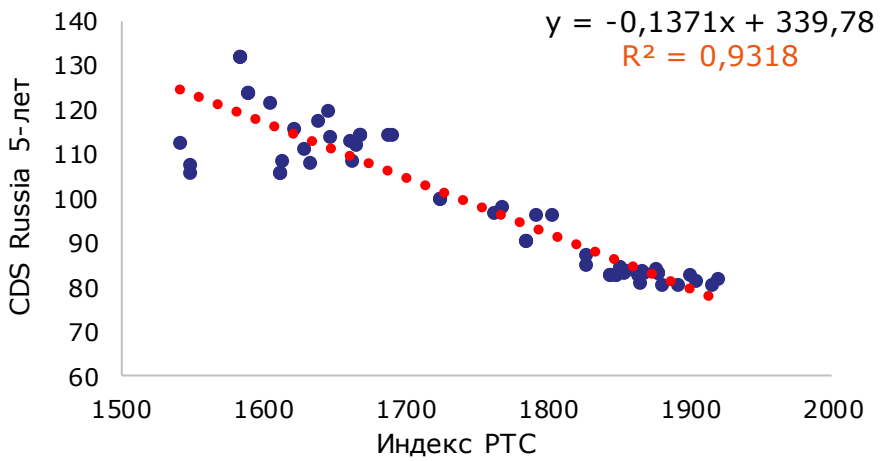
С начала года наиболее взрывной рост показали акции Мечела и Распадской на фоне сильных финансовых результатов и рекордных цен на уголь. Резко выросли производители минеральных удобрений (Фосагро, Акрон), которые смогли обновить исторические максимумы благодаря рекордным ценам на минеральные удобрения. Благоприятная конъюнктура на товарных рынках способствовала и росту акций РУСАЛа.

В лидерах роста оказались также «фишки» весомого нефтегазового сектора, чему способствовало восстановление цен на энергоносители, значительное улучшение финансовых результатов и ожидания по рекордным выплатам дивидендов.

Сильные потери понес сектор золотодобытчиков (Petropavlovsk, Polymetal, Полюс) на фоне остававшихся под давлением цен на золото. Другие же бумаги выглядели безыдейно, а значимые поддерживающие факторы отсутствовали, что привело к снижению их котировок.

Рыночные метрики: CDS будет определять динамику рынка и в начале 2022 года

Корреляция индекса РТС и CDS за последние 3 мес.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

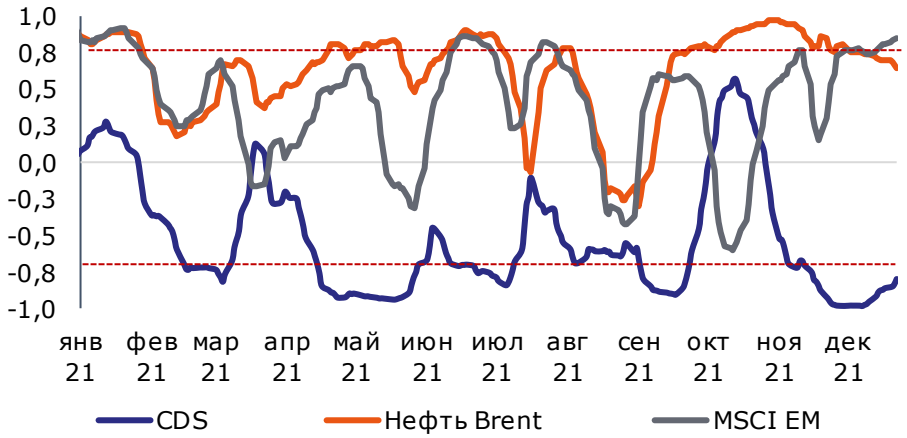
Ужесточение санкционной риторики в 4 кв. 2021 г. привело к заметной переоценке страновых рисков: спред 5-летнего CDS России поднялся в зону 125-135 пунктов (75-80 б.п. – минимумы этого года).

Этот фактор способствовал волне фиксации позиций глобальными инвесторами, негативно отразившись в первую очередь на «весовых» финансовом и нефтегазовом секторах. Отметим, что конъюнктурные факторы, как и весной, привели к высокой взаимозависимости рынка и CDS (коэф. детерминации 93%) в последние 3 месяцы года.

Более того, хотя российский рынок традиционно хорошо коррелирует с ценами на нефть (коэффициент 30-дневной корреляции с Brent в конце года составлял около 70%), показатель корреляции индекса РТС с 5-летними CDS России в первые 20 дней декабря оказался выше, составив 93%, а в пике достигал 98%.

Полагаем, что санкционные опасения могут сохраняться в начале следующего года, **а CDS останутся важным бенчмарком конъюнктурного влияния внешнего фона на рынок.** Учитывая, что в США в 2022 г. состоятся промежуточные выборы, **страновая премия способна в дальнейшем серьезно, но локально влиять на настроения на рынке.**

Корреляция индекса РТС с различными параметрами (30 дней)

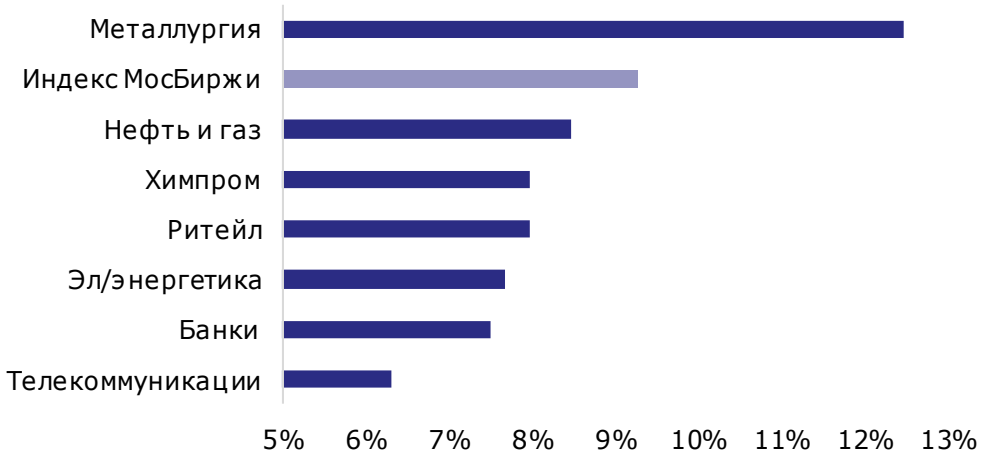


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Дивиденды: высокие дивиденды останутся ключевым драйвером роста рынка в первом полугодии 2022 года

ПСБ Аналитика

Ожидаемая дивидендная доходность по секторам МосБиржи



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

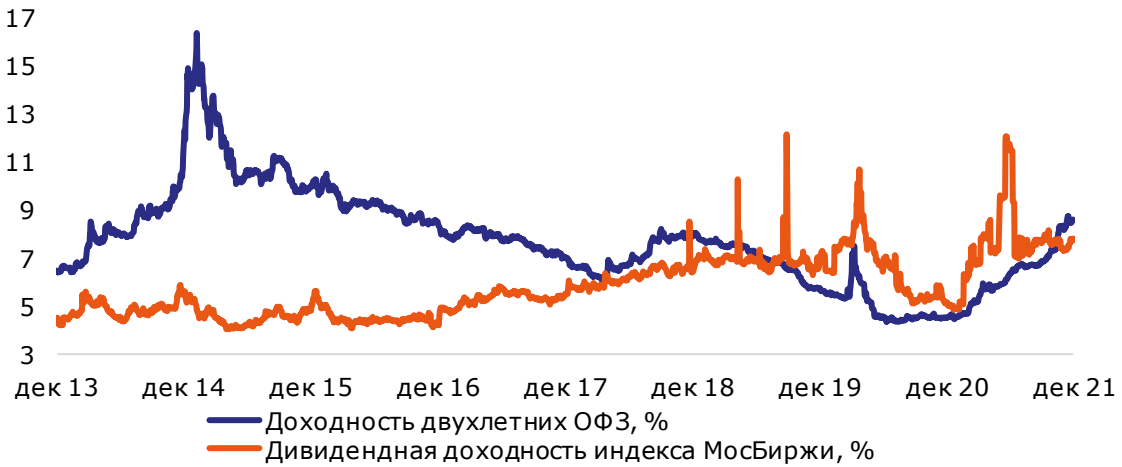
Ожидаемая дивидендная доходность индекса МосБиржи в конце 2021 г. сместилась в район 9%, оставаясь заметно выше уровней прошлых лет. Двузначную доходность по итогам года показывает металлургический сектор, демонстрирующий рекордные доходы в этом году. Неплохую доходность по итогам года покажут нефтегазовый и финансовый сектора, а также химпром.

Улучшение показателя происходило, в том числе, за счет роста коэффициента выплат, который на конец года составил 44%. Полагаем, что **сильные финансовые результаты позволят компаниям заметно увеличить коэффициент дивидендных выплат, приблизив его к 50%, что также станет фактором поддержки рынка.**

С конца 2020 г. дивидендная доходность российского рынка оставалась выше доходности 2-летних ОФЗ, что во многом оказывало ему поддержку. Однако в 4 кв. 2021 г. доходность гособлигаций превысила дивидендную, чему способствовало повышение ключевой ставки Банка России и повышение инфляционного фона.

Мы ожидаем, что жесткая денежно-кредитная политика ЦБ в первой половине следующего года может привести к еще большему росту доходностей облигаций, что способно выступать сдерживающим фактором для рынка, сегментирующим спрос на российские акции.

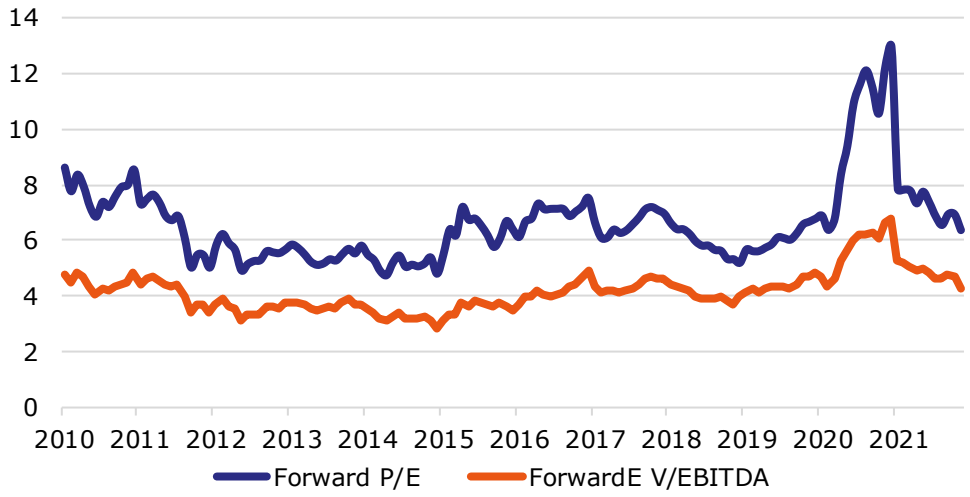
Дивидендная доходность индекса МосБиржи и доходности 2-летних ОФЗ



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Рыночные метрики: российский рынок сохраняет свою привлекательность

Мультипликаторы P/E и EV/EBITDA индекса МосБиржи



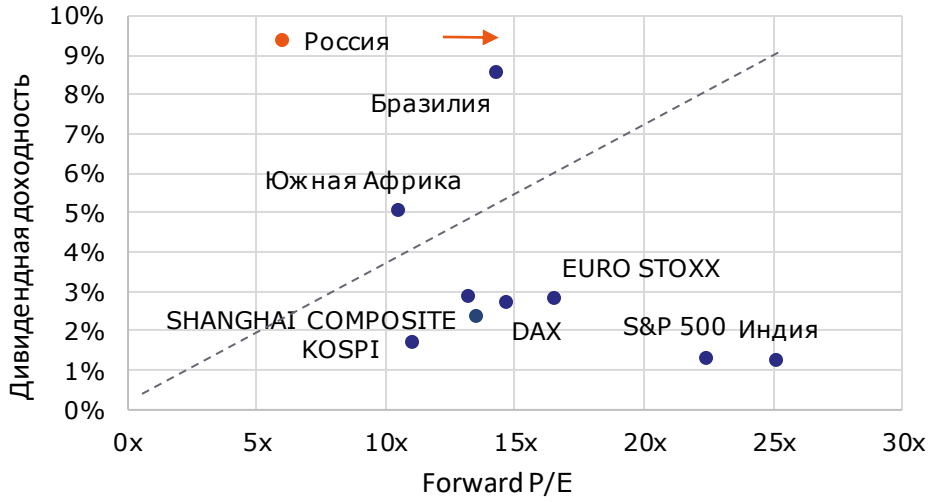
Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Форвардные мультипликаторы P/E и EV/EBITDA российского рынка находятся на уровнях 6x и 4x соответственно, откатившись в течение года с 10-летних максимумов благодаря бурному росту прибылей компаний. На данных уровнях российский рынок акций находится в рамках средних исторических значений.

Полагаем, что сохранение достаточно высоких **цен на товарных рынках и благоприятная экономическая ситуация будут способствовать позитивной динамике доходов «фишек» в 2022 г., формируя базу для сохранения привлекательных оценок.**

Относительно фондовых рынков других стран российский рынок продолжает выглядеть ощутимо лучше по мультипликатору P/E, выгодно отличаясь по дивидендной доходности. Мы считаем, что столь большой дисконт России к странам-аналогам BRICS (Бразилия, ЮАР) в отсутствие санкционных рисков и при стабильности рынков энергоносителей выглядит неоправданным. И, учитывая вероятность сюрприза по дивидендам, в базовом сценарии рассматриваем сужение недооценки как наиболее естественное в рамках нашего базового экономического прогноза.

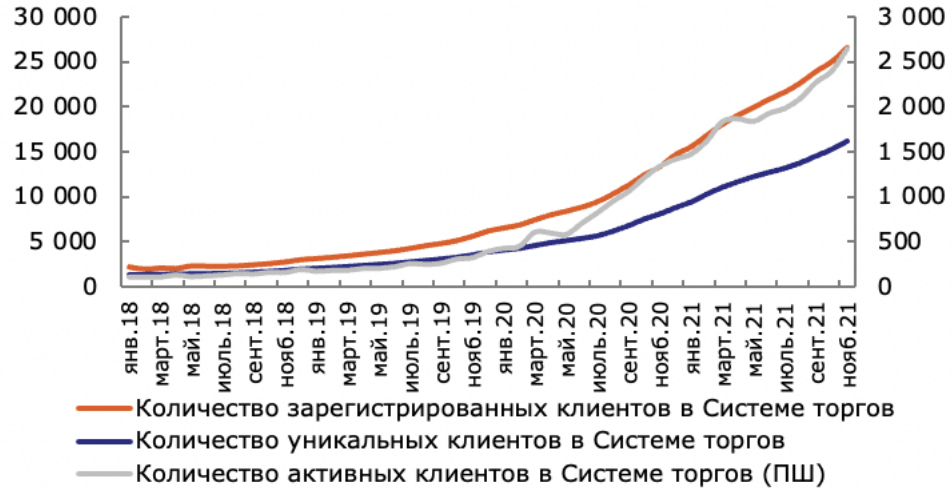
Сравнительные мультипликаторы фондовых рынков



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика

Торговая активность: рост числа клиентов и оборотов торгов

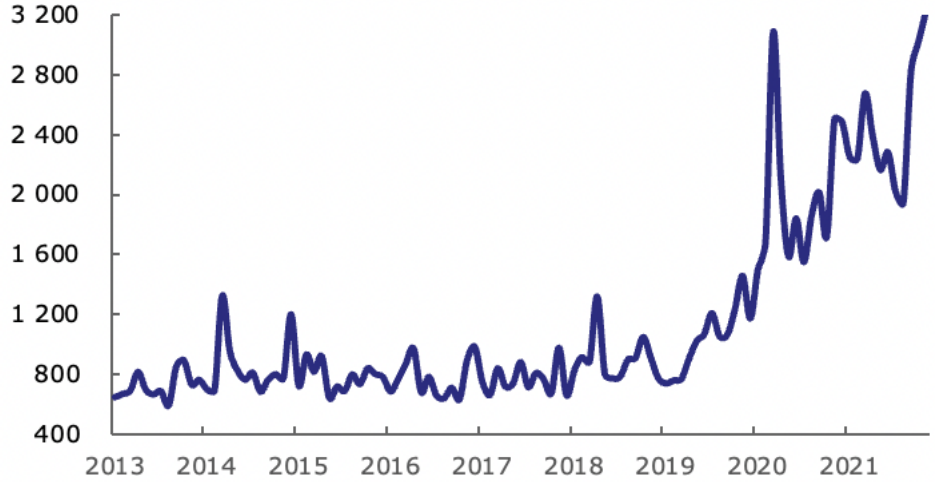
Количество брокерских счетов на Московской бирже, тыс.



Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

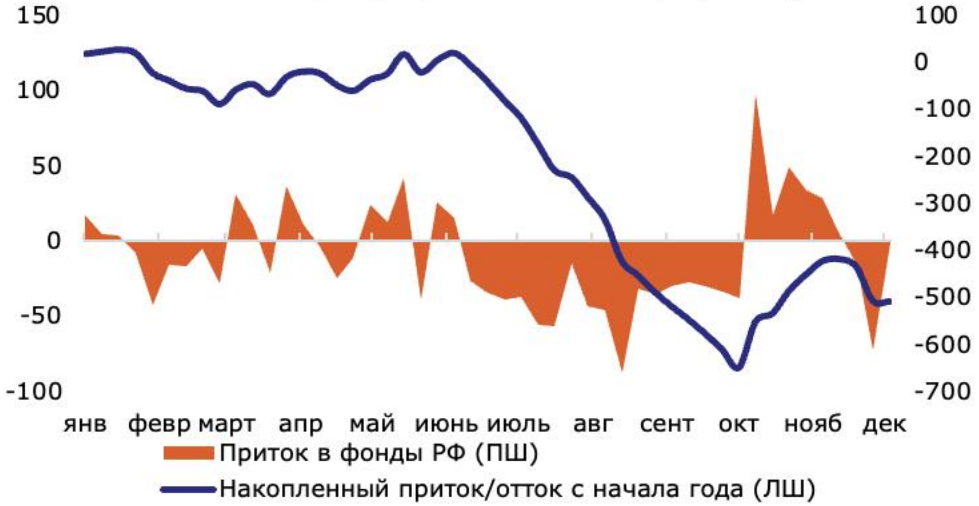
- В течение года на МосБирже сохранялись высокие объемы торгов акциями. По итогам 11 мес. 2021 г. оборот торгов акциями вырос на 26% г/г.
- Способствовал росту оборотов индекса МосБиржи приток новых клиентов на фондовый рынок в результате ускорения процессов цифровизации и роста доходности рынка. Число уникальных счетов за 11 мес. 2021 г. почти удвоилось и превысило 16 млн. В плюс сыграла и активность компаний на рынке первичных и вторичных размещений. **Рассчитываем на развитие притока капиталов и расширение базы внутренних инвесторов.**
- В целом отток капитала из фондов российских акций, наблюдавшийся с лета, был в рамках общей тенденции оттока капитала с развивающихся рынков и не препятствовал росту рынка.

Объем торгов акциями на Московской бирже, млрд руб.



Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Потоки капитала в фонды российских акций, млн долл.



Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Фундаментальная оценка индекса МосБиржи составляет 4859 пунктов

ПСБ Аналитика

Индекс МосБиржи: текущий потенциал* оцениваем в 31%

* - котировки по состоянию на 23 декабря 2021г.

Нефть и газ

	Целевая цена	Потенциал
Газпром	415	21%
Лукойл	7 750	23%
Новатэк	2 290	38%
Сургутнефтегаз, ап	51	35%
Сургутнефтегаз, ао	44	14%
Татнефть, ао	680	41%
Татнефть, ап	640	44%
Роснефть	710	23%

Финансовый сектор

Сбербанк, ао	402	37%
ВТБ	0,069	46%
Мосбиржа	202	35%
Сбербанк, ап	378	36%

Металлургия и горная добыча

Полюс	17 249	34%
Полиметалл	1 643	30%
НЛМК	255	20%
Северсталь	1 769	12%
ММК	87	31%
Алроса	168	47%
НорНикель	26 908	23%
Русал	86	22%

Электроэнергетика

	Целевая цена	Потенциал
Интер РАО ЕЭС	5,64	35%
РусГидро	0,99	38%
ФСК ЕЭС	0,20	23%

Потребительский сектор

Детский мир	174	40%
Магнит	7 345	33%
X5 Retail Group	2 562	33%
OZON	3 415	51%

Телекоммуникации

МТС	382	31%
Ростелеком, ао	113	36%

Минеральные удобрения

ФосАгро	6 500	17%

Прочие сектора

ЛСР Групп	870	50%
ПИК	1 550	52%
Аэрофлот	88	49%
Яндекс	6 815	54%
АФК Система	37	67%

За счет пересмотра вниз целевых цен по «весовым» бумагам металлургов из-за риска снижения цен на металлы и дивдоходности, текущая полная фундаментальная стоимость индекса МосБиржи понижена до 4859 пунктов.

Мы также пересмотрели вниз целевые уровни по OZON из-за растущего чистого убытка ритейлера, стабильно слабой операционной эффективности и усиливающейся конкуренции на рынке доставок. Соответственно, понижена цель и по АФК Системе, которая, впрочем, остается значительно недооцененной.

При этом вверх пересмотрены бумаги финансового сектора, учитывая позитивную динамику бизнеса и видов на дивиденды в условиях ожидаемой крепости экономики.

Если смотреть на отраслевой разрез индекса МосБиржи, то в нашем сценарии хороший потенциал роста сохраняют финансовый и нефтегазовый сектора с высокой вероятной реализуемостью. В наиболее привлекательных фундаментально «фишках» - Аэрофлот, Детский Мир и ММК.

IPO и листинг российских компаний на Московской Бирже

ПСБ Аналитика

Бум IPO, начатый в 2020 г., продолжился в 2021 г. В России состоялось несколько серьезных размещений, наиболее значимые из которых: Fix Price, Segezha и СПб Биржа.

Один из самых удачных выходов на биржу в этом году был у лесопромышленного холдинга Segezha Group (актив АФК Системы). По итогам IPO компания привлекла 30 млрд руб., а её капитализация составила 125,5 млрд руб. В ближайшей перспективе возможны IPO и других активов Системы: Биннофарма, Медси и агрохолдинга Степь.

Fix Price разместил 21% акций, рыночная капитализация компании на старте торгов составляла около 8,3 млрд долл., однако позже бумаги несколько просели и сейчас ритейлер торгуется ниже цены размещения, что мы связываем с текущей слабостью потребсектора, нежели с метриками компании.

Также есть ряд интересных компаний, планирующих выход в ближайшем будущем. Среди них мы выделяем Высочайший, IVI, Совкомбанк, Делимобиль и Красное & Белое.

Рекомендации для инвесторов:

- **Fix Price || 730 руб./акцию**

Мы позитивно смотрим на перспективы Fix Price: компания фактически является монополистом рынка жестких дискаунтеров, постоянно наращивает свою долю и совершенствует текущую бизнес-модель в условиях повышения конкуренции.

- **Segezha || 13 руб./акцию**

Считаем компанию перспективной на рынке пиломатериалов. Видим, что она делает все возможное, чтобы укрепить лидирующие позиции по направлениям с высокой добавленной стоимостью.

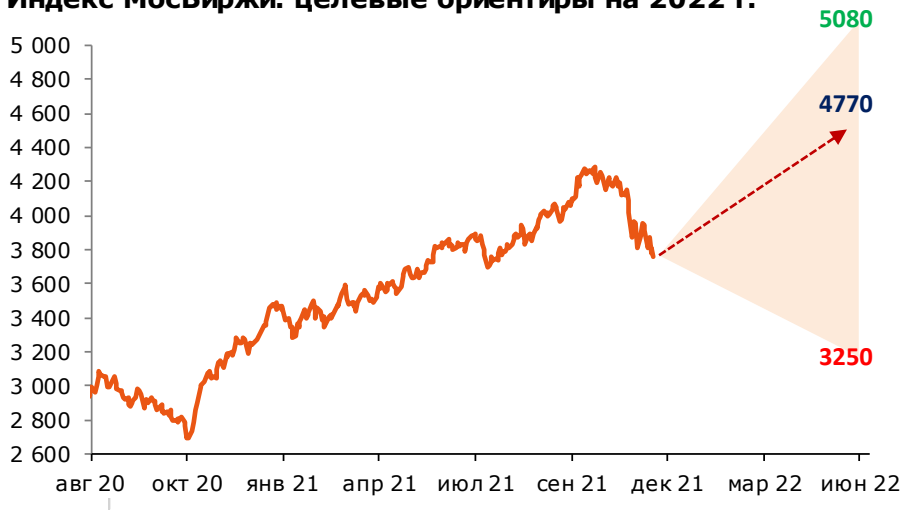
Дата	Тип	Компания	Площадка
15 янв	IPO	Светофор	МосБиржа
10 мар	IPO	Fix Price	МосБиржа/Nasdaq
12 мар	SPO	М.Видео	МосБиржа
28 апр	IPO	Segezha	МосБиржа
14 мая	SPO	МКБ	МосБиржа
14 мая	SPO	Эталон	МосБиржа
09 июн	SPO	Beluga	МосБиржа
15 июл	IPO	ЕМС	МосБиржа
16 июл	SPO	HeadHunter	Nasdaq
29 сен	SPO	Русагро	МосБиржа
01 окт	SPO	ПИК	МосБиржа
20 окт	IPO	Ренессанс страхование	МосБиржа
27 окт	IPO	Softline	МосБиржа/LSE
08 ноя	IPO	ЦИАН	МосБиржа/NYSE
18 ноя	IPO	СПб Биржа	МосБиржа
17 дек	IPO	Positive Technologies	МосБиржа

Планируют в 2022-202…		
Бинофарм	Высочайший	Красное & белое
РОЛЬФ	Совкомбанк	Перекресток Впрок
ivi	Делимобиль	Melon Fashion Group

Прогноз по индексу МосБиржи на 2022 год

ПСБ Аналитика

Индекс МосБиржи: целевые ориентиры на 2022 г.



Источник: Refinitiv, ПСБ Аналитика

Позитивный сценарий (цель по индексу МосБиржи: 5080 пунктов): Сохранение позитивных настроений на мировых рынков в сценарии умеренного снижения темпов роста мировой экономики и удержание нефтяных котировок в зоне 75+ долл./барр. будут способствовать реализации российским рынком акций имеющегося фундаментального потенциала роста.

Базовый сценарий (цель по росту индекса МосБиржи: 4770 пунктов): Фундаментальная привлекательность рынка и ожидания высоких дивидендов по ключевым «фишкам» будут подталкивать индекс МосБиржи к росту. Ограничить повышение способны ожидаемый нами возврат котировок Brent в диапазон 65-70 долл./барр., формирующий риски по снижению дивидендной доходности «фишек» после 2022 г., бо́льшая сегментированность спроса на риск по мере снижения темпов роста мировой экономики и роста рисков по КНР, а также сохранение санкционной риторики, возможное в условиях промежуточных выборов в США.

Негативный сценарий (цель по индексу МосБиржи: 3250 пунктов): Реализация риска более выраженного торможения мировой экономики в условиях роста ставок, новых штаммов Covid-19 и/или финкризиса в КНР способна привести к заметному спаду аппетита к риску, более устойчивому оттоку капиталов с рынков EM и закреплению средних цен на нефть ниже 50 долл./барр. Более заметный рост страновой премии из-за усиления геополитической напряженности, лишь отчасти нивелируемый ослаблением рубля.

Несмотря на усиление коррекционных настроений в конце этого года, мы высоко оцениваем фундаментальный потенциал роста индекса МосБиржи и рассчитываем на реализацию его большей части в 2022 г. В отсутствие геополитических шоков российский рынок выглядит интересным по сравнению с другими EM и исходя из более устойчивых метрик российской экономики.

Перспективы роста дивидендной доходности по итогам 2022 г. и далее по таким весовым бумагам, как Газпром и Сбер, также выглядят хорошим поводом для инвестиций. Наш позитивный взгляд поддерживает и растущая **привлекательность фондового рынка как инструмента инвестиций**.

Мы устанавливаем целевой ориентир по индексу МосБиржи на уровне 4770 пунктов. Не закладываем в базовый сценарий рост страновой премии, - ждем сохранения спроса на циклические сектора и дивидендные истории. Предпочитаем **«фишки» нефтегазового и финансового сегментов**. В акциях ненефтяного экспорта ждем точечного спроса ввиду перспектив охлаждения цен на металлы и снижения дивидендных ожиданий. Из менее ликвидных секторов позитивно смотрим на **транспортный сектор**, способный получить поддержку от нормализации ситуации вокруг Covid-19. В **потребсекторе, электроэнергетике и hi-tech** видим отдельные идеи из-за высоких рублевых ставок, повышающих интерес к облигациям.

Видим риски усиления коррекционных настроений во 2П2022 г.: торможение мировой экономики, а также некоторый откат цен на товарных рынках несут риски уменьшения интереса к рынку как представителю класса активов EM.

Сектор: Нефть и газ

Динамика отраслевого индекса нефти и газа и МосБиржи

Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли и прогноз на 2022 г.

2021 г. стал весьма удачным для компаний сектора, которые выигрывали за счет бурного роста цен на энергоносители и восстановления спроса. Это позволило им опережать индекс МосБиржи в течение года.

Многие компании по итогам 2021 г. покажут рекордные финансовые результаты, что позволит им выплатить акционерам щедрые (в некоторых случаях – тоже рекордные) дивиденды.

В 2022 г. темпы роста финпоказателей стабилизируются, но ждем наращивания добычи в рамках сделки ОПЕК+.

Газовые компании будут смотреться более выигрышно за счет сохранения цен на газ на высоком уровне минимум до весны 2022 г.

Рекомендации

Роснефть || 710 руб./акцию

Развитие проекта Восток Ойл и получение налоговых льгот – ключевые факторы для роста бумаг Роснефти. Компания также интересна с точки зрения высокой операционной эффективности (маржинальность одна из лучших в секторе). Мы высоко оцениваем вероятность предоставления весной 2022 г. Роснефти доступа к экспортным мощностям Газпрома для поставок газа в Европу объемом до 10 млрд куб.м, что станет настоящим прецедентом в отрасли.

ГАЗПРОМ || 415 руб./акцию

Газпром выглядит перспективной инвестицией в условиях ожидаемого развития энергоперехода (повышения спроса на более экологичный газ со стороны конечных потребителей и электроэнергетики, со снижением спроса на нефть и уголь) и благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке газа. Мы полагаем, что цены останутся на высоких уровнях, как минимум, до весны 2022 г., что связано с нехваткой газа в хранилищах Европы и перенаправлением СПГ на премиальный азиатский рынок. Рассчитываем на рекордные дивидендные выплаты по итогам 2021 г., (45 руб./акцию). Ожидаемый запуск Северного потока-2 уже учтен в цене.

Сектор: Металлургия и горная добыча

Динамика отраслевого индекса металлов и добычи и МосБиржи

Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли

- Сектор смотрелся слабее МосБиржи во второй половине года.
- С осени 2021 г. ценовая конъюнктура на рынке стали и цветных металлов начала ухудшаться. Сокращение производства и спроса происходит за счет Китая.
- Внутренний спрос на металлы продолжает получать поддержку со стороны строительного сектора и промышленности.
- Умеренно негативное влияние оказывает изменение налогового законодательства с 1 января 2022 г. в отношении добывающих и металлургических компаний. Наименее подвержены этому предприятия с низкой сырьевой базой.
- Укрепление доллара и повышенный аппетит к риску негативно сказались на стоимости золота в текущем году. Ожидаем, что в 2022 г. цены на металл могут остаться под давлением, однако спрос на физическое золото будет расти из-за сохраняющегося высокого инфляционного фона.

Рекомендации

ММК || 87 руб./акцию

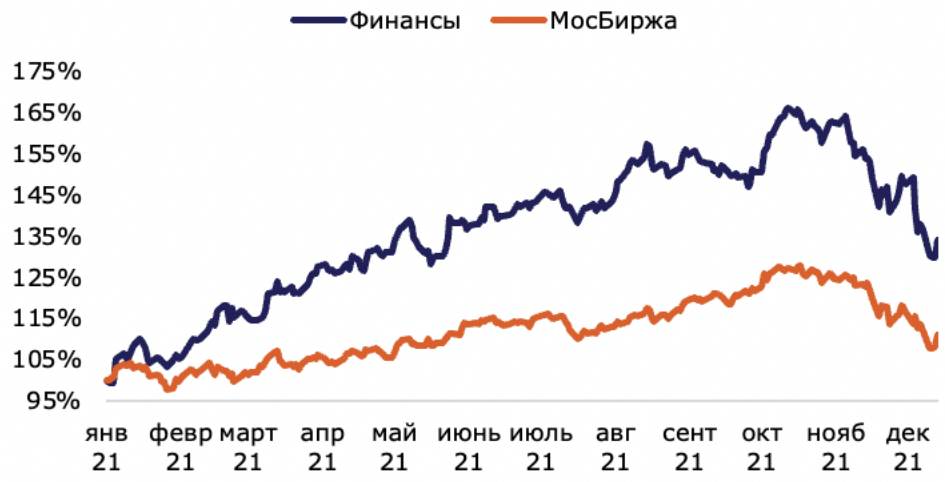
Компания обладает крепким бизнес-профилем (ориентация на внутренний рынок, высокая доля продаж с добавленной стоимостью >50%, активное развитие турецкого актива), подкрепленным качеством производства, и также интересна как дивидендная история. Мы рассчитываем на рост доходности до 13% в 2022 г.

Полюс || 17 249 руб./акцию

Полюс является одним из мировых лидеров по эффективности бизнеса, обладает самыми большими доказанными запасами в мире благодаря проекту Сухой Лог. Несмотря на наш умеренно-негативный взгляд на рынок драгметаллов в 2022 году, мы ожидаем, что Полюс сможет нарастить добычу золота в следующем году на 4%, при этом совокупные денежные затраты (TCC) не должны измениться, что позволит компании улучшить финансовые показатели и, как следствие, должно способствовать раскрытию потенциала фундаментальной стоимости ее акций

Сектор: Финансы

Динамика отраслевого индекса финансов и МосБиржи



Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли и прогноз на 2022 г.

- Акции финансового сектора в течение 2021 г. демонстрировали опережающую динамику по сравнению с индексом МосБиржи, но показали слабость в конце года.
- Банковский сектор завершает 2021 г. с рекордными результатами прибыли благодаря росту кредитования, увеличению комиссионных доходов, снижению потерь по кредитам.
- В 2022 г. прогнозируем увеличение кредитного портфеля, что в условиях повышения ставок поддержит рост доходов банков.
- Продолжение экономического роста будет способствовать улучшению финансового состояния клиентов банков и снижению кредитных рисков. Цифровизация операций позволит развивать бизнес с меньшими издержками. Развитие экосистем даст дополнительный поток клиентов.

Рекомендации

ВТБ || 0,069 руб./акцию

С конца прошлого года группа ВТБ демонстрирует улучшение финансовых показателей. В конце октября группа повысила прогноз чистой прибыли по итогам 2021 г. до более 300 млрд руб., что, по нашему мнению, вполне достижимо. Оценка компании по мультипликаторам выглядит более привлекательной, чем у Сбера.

МосБиржа || 202 руб./акцию

Мосбиржа остается ключевым бенефициаром роста интереса к фондовому рынку. Драйверами финрезультатов МосБиржи остаются рост объемов торгов, а также увеличение операций РЕПО. Мы ждем, что рост стоимости активов, находящихся на хранении, будет стимулировать дальнейший рост доходов компании от расчетно-депозитарных услуг.

Сектор: Транспорт

Динамика отраслевого индекса транспорта и МосБиржи

Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли и прогноз на 2022 г.

- Акции компаний транспортного сектора в 2021 г. выглядели слабее индекса МосБиржи: несмотря на бурное оживление экономики, ряд факторов сдерживал рост финпоказателей.
- В конце года акции сектора подпали под давление повышения страновых рисков и опасений по торможению экономического роста, вызванных появлением нового штамма COVID-19.
- По итогам 11 мес. погрузка на сети РЖД выросла на 3,3% г/г, пассажиропоток российских авиакомпаний — на 49% г/г, а грузооборот морских портов — на 1,7% г/г.
- Полагаем, что в 2022 г. цикл восстановления транспортного сектора продолжится, что приведет к росту бумаг сектора.

Рекомендации

Аэрофлот || 88 руб./акцию
Несмотря на еще действующие ограничения на международные передвижения, Аэрофлоту удалось по итогам 3 кв. выйти в прибыль. Операционные показатели компании продолжают восстанавливаться, чему способствует сильный спрос на внутренние авиаперевозки и открытие отдельных зарубежных туристических направлений. Ожидаем, что показатели будут восстанавливаться и в 2022 г. при отсутствии новых ограничений из-за коронавируса.

НМТП || 9,1 руб./акцию
В 2021 г. компания показала умеренный рост финансовых показателей, чему способствовало увеличение перевалки нефтепродуктов и грузов в контейнерах. Полагаем, что в 2022 г. операционные показатели НМТП будут увеличиваться вслед за решением ОПЕК+ по расширению объемов добычи нефти. Мы оцениваем фундаментальный профиль компании как сильный и ожидаем увеличения дивидендных выплат по итогам года.

Сектор: Электроэнергетика

Динамика отраслевого индекса электроэнергетики и МосБиржи

Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли и прогноз на 2022 г.

- Акции электроэнергетического сектора в течение 2021 г. были заметно слабее индекса МосБиржи из-за более сдержанных темпов роста, что создает условия для реализации догоняющего рынок движения в 2022 г.
- Конъюнктура на рынке электроэнергии в целом сложилась сильной: по итогам 11 мес. 2021 г. потребление электроэнергии выросло на 5,6% г/г, среднегодовые цены выросли в первой ценовой зоне на 16,2% г/г, во второй ценовой зоне – на 6,3% г/г.
- В 2022 г. потребление электроэнергии продолжит расти, в том числе благодаря спросу со стороны нефтяной промышленности, где ожидается продолжение увеличения добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+, а также со стороны транспортного сектора.

Рекомендации

РусГидро || 0,99 руб./акцию
Основная идея в акциях РусГидро - стабильные дивиденды. Дивидендная политика предполагает выплату дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли по МСФО. Восстановление выработки электроэнергии ГЭС и рост цен на электроэнергию повышают привлекательность РусГидро. Ожидаемая дивидендная доходность в 2022 г. формируется на уровне 7-8%.

Интер РАО || 5,64 руб./акцию
Интер РАО выглядит по-прежнему заметно недооцененной, имея высокий потенциал органического роста: компания намерена увеличить бизнес к 2030 году более чем в 2 раза (планируется рост выручки до 2,3 трлн руб., рост EBITDA – до 320 млрд руб.). Новые проекты и возможные сделки M&A могут выступить факторами роста котировок акций Интер РАО.

Сектор: Ритейл

Динамика отраслевого индекса потреб.сектора и МосБиржи

Источник: МосБиржа, ПСБ Аналитика

Тенденции в отрасли и прогноз на 2022 г.

- Потребительский сектор в течение 2021 г. в целом смотрелся слабее индекса МосБиржи, несмотря на очевидные идеи роста. Рассчитываем, что в 2022 г. он сможет восполнить этот пробел.
- В 2021 г. ключевыми трендами розничной торговли стали: вложения в цифровизацию и маркетплейсы, улучшение логистики, диверсификация сетей магазинов (в пользу небольших форматов).
- В 2021 г. прошли несколько крупных сделок, направленных на объединение действующих бизнесов и усиление рыночных позиций игроков. Наиболее значимыми были Магнит+Дикси и Лента+Билла. По нашему мнению, консолидация – явление, которое мы будем наблюдать и в дальнейшем.

Рекомендации

Магнит || 7345 руб./акцию

Мы позитивно смотрим на перспективы Магнита: компания уверенно расширяется и остается крупнейшим по числу магазинов и вторым по выручке ритейлером в России. Несмотря на присоединение Дикси, Магнит не потерял в рентабельности, а его выручка и доля на рынке только увеличились. Рост LfL-продаж в 3 квартале оказался самым внушительным среди продуктовых ритейлеров. Также ожидаем высокие дивидендные выплаты — 430-460 руб. на акцию в 2021 г., совокупная дивдоходность — 7-8%.

Детский мир || 174 руб./акцию

Детский мир является крупнейшим ритейлером детских товаров и одним из лидеров непродовольственной розницы. Цифровые продажи Детского мира продолжают расти быстрее рынка, несмотря на высокую базу прошлого года. Важным аспектом экспансии ритейлера является расширение ассортимента собственных марок и переход на прямые контракты с производителями. Это также позволит компании оказываться в более выигрышной ситуации в случае кризисов и перебоев с поставками. Мы положительно смотрим на бумаги Детского мира и ожидаем дивиденды за 2021 г. в размере 11-13 руб. на акцию, совокупная дивдоходность — 9-10%.

ПАО «Промсвязьбанк»

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>
http://www.psbank.ru
http://www.psbinvest.ru
https://t.me/macroresearch

ПСБ Аналитика & Стратегия

Центр аналитики и экспертизы

Николай Кащеев Руководитель Центра	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Отдел экономического и отраслевого анализа

Евгений Локтюхов Начальник отдела	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Владимир Лящук	Lyaschukvv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-86
Владимир Соловьев	Solovevva1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-48-31
Людмила Теличко	Telichkole@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-40-10
Егор Жильников	Zhilnikovev@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-74-77
Алексей Головинов	Golovinovag@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-75-84

Группа стратегического маркетинга

Павел Гвоздев	Gvozdevpd@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-71-56
Екатерина Гаврилова	Gavrilovaee@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-11-23
Екатерина Аликина	Alikinaem@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-55-40

Отдел анализа банковского и финансового рынков

Илья Ильин Начальник отдела	Ilinio@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-54-23
Дмитрий Грицкевич	Gritskevichda@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-10-36
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Денис Попов	Popovds1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-09-13
Максим Белугин	Beluginma@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-62-16

Телеграм-канал
про инвестиции

©2021 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться какb полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными.

Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск. Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.