

# СТРАТЕГИЯ 2023

# В ОЖИДАНИИ РАССВЕТА



Центр аналитики  
и экспертизы ПСБ

Декабрь 2022

Оживление в российской экономике начнется со 2П2023 г., постепенно набирая силу, по итогам 2023 года темпы снижения ВВП замедлятся до 0,7% г/г. В основе нашего базового сценария лежат отсутствие новых существенных экономических санкций и постепенная адаптация экономики России к работе в сформированной системе ограничений.

Ждем дальнейшего постепенного ослабления курса к 78-80 руб. за доллар к концу 2023 г. Основные факторы: более низкая, чем в 2022 году, стоимость нефти (Urals \$63/барр. против \$78/барр.), сокращение физических объемов экспорта, восстановление импорта с повышенными ценами (из-за роста издержек, связанных с санкциями) и завершение к середине года активной фазы девальютации.

Продолжительный бюджетный дефицит и быстрый рост рублевой массы в условиях ослабления рубля будут способствовать умеренному повышению инфляционного фона во 2П2023 г. с возвратом ИПЦ к 7,5% г/г. В таких условиях ЦБ, скорее, будет удерживать ключевую ставку на текущем уровне – 7,5%.

По мере стабилизации внешнего фона и перехода мировых фондовых рынков к росту российский рынок, в отсутствие новых геополитических шоков, может показать более активное восстановление по сравнению с глобальными рынками.

В базовом сценарии ожидаем роста индекса МосБиржи к 3090 пунктам. Ждем, что «лучше рынка» будут внутренние сектора во главе с финансовым, а из сырьевых бумаг – отдельные «фишки» металлургов. Поддержку будут оказывать плавно дешевеющий рубль, увеличение выплат дивидендов с повышением дивидендности рынка в целом до 13% (против текущих 10,3%) и уход геополитических рисков на второй план.

## НОВАТЭК +54%

выигрывает за счет высоких цен на газ и стабильности сбыта

## СБЕР +61%(оа) +56%(па)

ожидаем возвращения к выплате дивидендов в 2023 году, что станет ключевым триггером для роста акций

## ПОЛЮС +47%

ставка на ослабление рубля и рост золота в следующем году

## МАГНИТ +58%

демонстрирует эффективность бизнеса и защищенность от санкций, ждем возвращения к выплате дивидендов

## OZON +56%

способен сохранить уверенные темпы роста финпоказателей и имеет потенциал наращивания прибыльности

# Оживление с середины года

Падение российского ВВП по итогам 2022 г. оказалось заметно ниже первоначальных прогнозов и сопоставимо с пандемийным 2020 годом. Ждем, что продолжительность текущей фазы спада будет длительной – по нашим оценкам, возврат ВВП к докризисным уровням произойдет не ранее 2025 г. Однако оживление в российской экономике, как мы ожидаем, начнется со 2П2023 г. В основе нашего базового сценария лежат отсутствие новых существенных экономических санкций и постепенная адаптация экономики России к работе в сформированной системе ограничений.

ЭКОНОМИКА



Основным фактором спада ВВП в 2022 г. стало потребление домохозяйств. Инфляция и рост склонности к сбережениям в условиях высокой экономической неопределенности, а затем и частичная мобилизация обеспечили глубокую просадку конечного спроса. Производственный сегмент оказался более устойчив к кризису благодаря крепости добывающей промышленности – бенефициара обострения энергетического кризиса, высокой инерции роста в с/х и строительстве, а также сегментного роста в обрабатывающей промышленности.

В 2023 г. ситуация начнет меняться на обратную. Санкционный негатив ограничит возможности промышленности (в первую очередь нефтегазовой отрасли, машиностроения, деревообработки). А ослабление инфляции в условиях роста номинальных з/п (около 8% в 2023 г. после 12% в 2022 г.) и снижения неопределенности поддержат кредитование и приведут к оживлению конечного потребления.

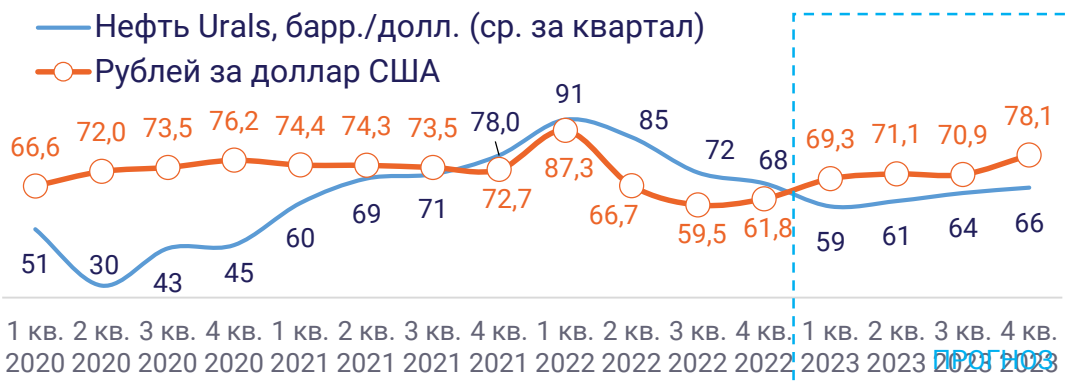


# Доллар пойдет к 80 рублям

Ждем постепенного ослабления курса к 78-80 руб. за доллар к концу 2023 г. Основные факторы: более низкая, чем в 2022 году, стоимость нефти, сокращение физических объемов экспорта, восстановление импорта с повышенными ценами (из-за роста издержек, связанных с санкциями) и завершение к середине года активной фазы девальютации.

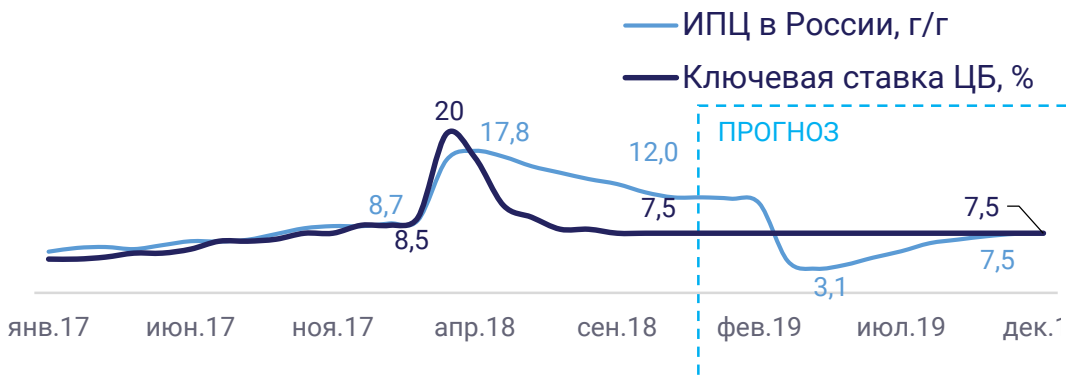
От более сильного ослабления курса рубля в 2023 г. будут сдерживать:

- сохранение большого внешнеторгового профицита (около \$170 млрд после рекордных \$280 млрд в 2022 г.), несмотря на эмбарго и «потолок» цен на нефть;
- ограниченный спрос на валюту в условиях трансформации экономики и контроля за движением капитала, а также санкционных рисков.



В 1 кв. 2023 г. инфляция приблизится к таргету ЦБ, а в начале 2 кв. может опуститься заметно ниже за счет эффекта высокой базы 2022 г. и ограниченности спроса. Однако продолжительный бюджетный дефицит и быстрый рост рублевой массы в условиях ослабления рубля будут способствовать умеренному повышению инфляционного фона во 2П2023 г. с возвратом ИПЦ к 7,5% г/г.

В таких условиях ЦБ, скорее, будет удерживать ключевую ставку на текущем уровне. По крайней мере, на данный момент весомых оснований для изменения ставки в течение 2023 года мы не видим: среднесрочные инфляционные риски остаются высокими и способны нивелировать фактор падения инфляции в начале года, явных угроз стабильности финансового сектора и экономики пока нет.



# Начало восстановления ждем во втором полугодии 2023 г.

**Мировые рынки акций заканчивают 2022 год снижением.** В основе падения развитых рынков, в частности, индекса S&P 500 – агрессивное ужесточение денежно-кредитной политики ведущими ЦБ и удовлетворение постпандемийного спроса. Это привело к ожиданиям ухудшения динамики корпприбылей и вхождения США и Европы в рецессию.

Заметно слабее выглядят рынки развивающихся стран. Дополнительным негативом для EM стали крепкий доллар (индекс DXY достигал 20-летних максимумов) и падение рынков России и Китая. **В середине декабря рынки достигли минимумов за два года** и перешли к волатильной консолидации в ожидании скорого завершения цикла повышения ставок.

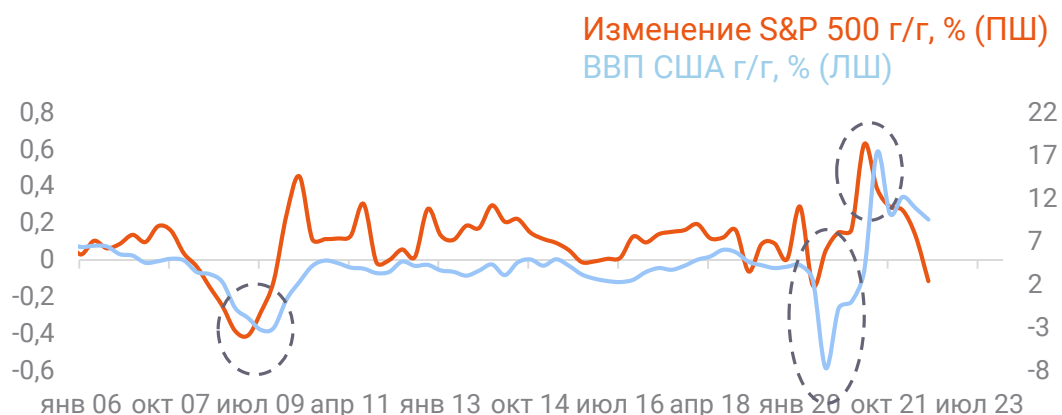
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



**Полагаем, что первое полугодие 2023 года будет непростым для рынков акций.** Макроэкономические риски и сокращение корпоративных прибылей приведут S&P 500 к району 3000 пунктов, а рынки EM могут обновить минимумы пандемии.

**Но к концу года глобальный аппетит к риску возрастет.** Считаем, что рецессия в США и Европе будет недлительной: по нашим оценкам, спад в США достигнет пика во 2-3 кв. 2023 года, после чего начнется фаза восстановления, а ФРС будет смягчать политику. Риски затягивания экономических проблем, несмотря на перспективу сохранения повышенных цен на топливо, оцениваем, как невысокие.

Так как рынок акций опережает ВВП США на 1-2 квартала, уже весной-летом ждем перехода рынков к восстановлению, что по итогам 2023 года может вернуть S&P 500 к 4000 пунктам.



# Наши прогнозы и ожидания

**Дополнительным фактором поддержки может выступить улучшение состояния экономики КНР** на фоне готовности руководства страны фокусироваться на стимулировании ее роста и ослаблении пандемии. Учитывая, что почти половина населения Китая уже заразилась или переболела COVID-19, пик заболеваемости в стране может прийти на начало года. Исходя из истории пандемии, через 3-5 месяцев после пика (т.е. к концу весны-летом 2023 года) следует ожидать уверенного оживления китайской экономики. Считаем, что сильной ее просадки в условиях отказа от тотальных карантинных ограничений ожидать не стоит.

**Развивающиеся рынки в 2023 году могут показать себя лучше развитых.** Фактор крепости экономики КНР способен поднять MSCI EM по итогам 2023 года к 1200 пунктам как ввиду активной переоценки китайского рынка, так и ввиду перспективы более уверенного укрепления валют развивающихся стран к доллару.

## Валютные рынки

Мы ожидаем ослабления доллара к мировым валютам. Этому будут способствовать уход нервозности в отношении мировой экономики, сужение разницы в ключевых ставках в США и Европе, а также потенциал повышения ключевой ставки ФРС. Ждем ее повышения до района 5%.

Ввиду запаздывающих действий ЕЦБ, допускаем подъем базовой ставки в Европе до 3,5-4% с текущих 2,5%. Ждем, что фактор ставок позволит паре евро/доллар подняться до отметки 1,12. Оптимистично мы смотрим и на юань: ожидаемое ускорение экономики КНР может привести пару юань/доллар к отметке 6,68 к концу года.

## Товарные рынки

В 2023 г. ждем, что среднегодовая цена на нефть Brent составит \$84/барр. против \$99/барр. в 2022 г. Это является достаточно высоким уровнем при условии рецессии в развитых экономиках. Однако эмбарго и ценовой потолок на российскую нефть и нефтепродукты в совокупности с действиями ОПЕК+ приведут к формированию дефицита предложения на мировом рынке. Поддержкой также выступит ожидаемое нами восстановление деловой активности, а значит и спроса на нефть в Китае. Эмбарго и ценовой потолок обусловят сохранение дисконта российской нефти Urals к Brent в размере \$21/барр. в среднем по году.

На рынки промышленных металлов мы смотрим осторожно. В следующем году среднегодовые цены на цветные металлы, уголь и сталь (за исключением никеля), могут снизиться на 10-13% после рекордного 2022 года. При этом они останутся выше средних значений последнего десятилетия. В числе поддерживающих цены факторов - усиление производственной активности в Китае, что будет способствовать увеличению спроса на сырье и металлы, а также ожидаемое улучшение глобальной экономической конъюнктуры во 2П2023 года.



# Среднесрочные и длинные ОФЗ интересны для покупки

В начале 2022 г. экстремальное повышение ключевой ставки ЦБ до 20% и девальвация рубля вызвали падение цен российских облигаций. Однако последовавшее быстрое снижение ставки, укрепление рубля, рост сырьевых цен, блокировка операций нерезидентов обеспечили восстановительный рост котировок ОФЗ.

По итогам года **объем ОФЗ в обращении вырос до 17,7 трлн руб. (+14% г/г)**. Минфин РФ смог продать новые гособлигации на 3,3 трлн руб., из них большую часть (3,1 трлн руб.) в 4 квартале. Около 90% новых ОФЗ выкупили банки, которые получили дополнительную ликвидность от ЦБ и самого Минфина. Флоатеры обеспечили порядка 80% нового госдолга, что позволило Минфину реализовать большую программу заимствований без давления на сегмент классических ОФЗ.

**Индекс полной доходности гособлигаций Cbonds-GBI RU с учетом изменения цен и купонного дохода вырос на 6,5%.** В условиях высокой инфляции наилучший результат показали инфляционные гособлигации.



На ближайшую трехлетку бюджет РФ запланирован с дефицитом. Чистое размещение ОФЗ в 2023 г. ожидается на уровне 1,7 - 2,7 трлн руб. Влияние этого объема на рынок будет нейтральным при сохранении большой доли флоатеров в заимствованиях.

Если Минфин будет стремиться увеличить размещение ОФЗ с фиксированным купоном (что маловероятно), то это будет оказывать давление на цены классических гособлигаций.

Неопределенность относительно исполнения бюджета в 2023 г. и структуры заимствований выступает одной из причин большой премии в длинных ОФЗ к ключевой ставке и коротким ОФЗ. Исторически при стабильных ожиданиях по ставке разница в доходности 10-летних и 1-летних ОФЗ составляла 50-70 б.п., сейчас – 250-280 б.п. Доходность 1-летних ОФЗ составляет 7,5% годовых, 10-летних – 10,2% годовых.

**Большая премия в доходности среднесрочных и длинных ОФЗ к ставке ЦБ делает данные бумаги интересными для покупки.** В базовом сценарии в 2023 г. ожидаем снижения угла наклона кривой ОФЗ и снижения доходности 10-летних ОФЗ до 9-9,5% годовых.



# Интересны валютные «замещающие» облигации

**Корпоративные рублевые облигации в 2022 году следовали за рынком ОФЗ.** При этом увеличение кредитных рисков и закрытие западного рынка капитала привело к расширению премии в корпоративных облигациях к суверенной кривой. Так, средний спред в доходности 30 наиболее ликвидных корпоративных бумаг, входящих в индекс IFX-Cbonds, к ОФЗ в 4 кв. 2022 года составил 130 б.п. по сравнению с 77 б.п. в 2021 году.

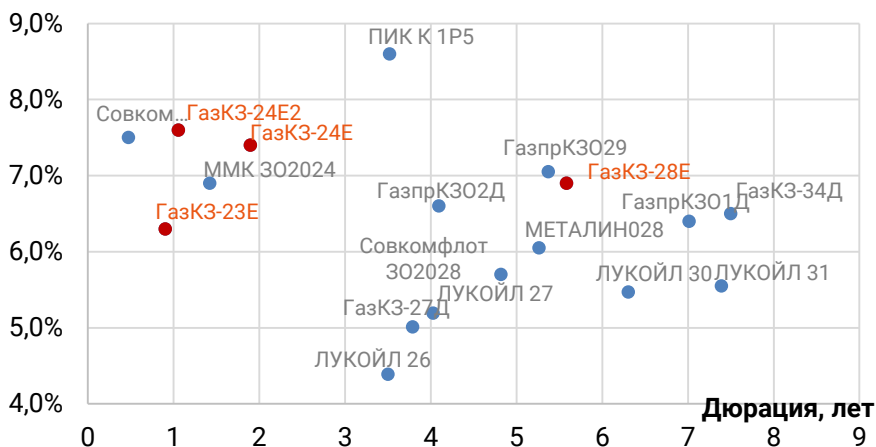
Учитывая сохранение повышенных кредитных рисков **в 2023 году, мы отдаем предпочтение облигациям наиболее надежных заемщиков 1-2 эшелона** с кредитным рейтингом «AAA» – «AA» по российской шкале. Такие бумаги позволят повысить доходность портфеля при сохранении его надежности.

**Для защиты от рисков девальвации рубля рекомендуем включить в портфель «замещающие» корпоративные облигации в валюте.** В 2022 году из-за западных санкций операции с российскими суверенными и корпоративными еврооблигациями были заблокированы. Для реализации прав инвесторов российские компании стали размещать на Мосбирже «замещающие» облигации с такими же параметрами денежного потока, как и еврооблигации.

## Чем привлекательны «замещающие» облигации

- Высокая доходность в валюте (5 - 9% годовых в долларах и евро).
- Большой выбор инструментов высокого кредитного качества различной срочности. Хорошая ликвидность. В конце 2022 года в обращение были выпущены «замещающие» облигации на сумму эквивалентную \$8,3 млрд. В 2023 году объем таких бумаг может превысить \$15 млрд.
- Это локальные бумаги, выпущенные по российскому праву. Их обращение осуществляется на Мосбирже, а учет прав владельцев – в НРД. Условия эмиссии утверждает ЦБ.
- Доступны широкому кругу инвесторов. Номинал одной облигации – 1 000 USD / EUR / GBP по курсу ЦБ.

**Доходность «замещающих» облигаций (в USD и EUR), %**



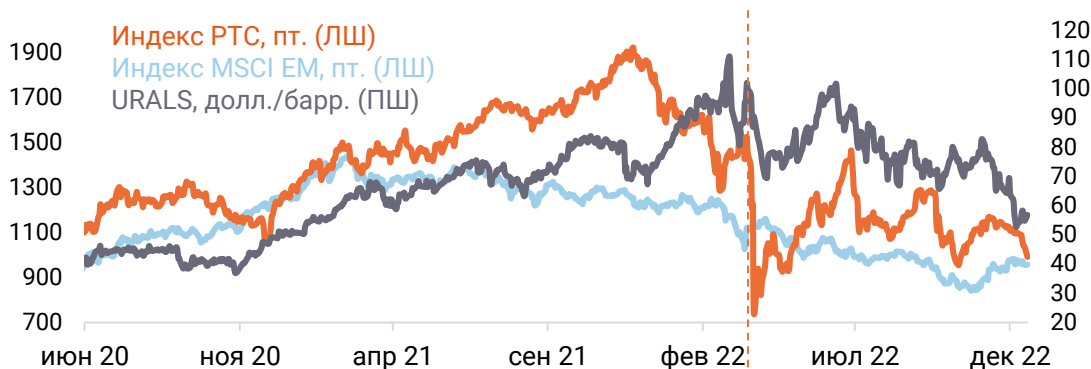
## Фаза восстановления

В течение большей части 2022 года индекс РТС, несмотря на волатильность, продолжил двигаться сонаправленно с индексом MSCI EM и ценами на нефть Urals.

**Ждем, что в 2023 году взаимозависимость внешнего фона и российского рынка сохранится, став важным фактором восстановления последнего.**

Несмотря на наши консервативные ожидания по глобальным рынкам, геополитические риски и ограниченность притока капитала в первые месяцы года, сильного падения не ждем – фундаментально рынок дешев (P/E индекса MSCI EM составляет 12,5х, когда P/E РТС составляет 3,6х) и учитывает перспективы глобальной рецессии.

**По мере стабилизации внешнего фона и возвращения аппетита к риску, российский фондовый рынок. в отсутствие новых геополитических шоков.**



**Структура спроса на российском рынке акций будет сохраняться.**

Интерес инвесторов к нефтегазовому сектору в 2023 году скорее останется невысоким из-за падения прибыли и снижения дивидендов после введения санкций на инвестиции и экспорт сырья в страны Запада.

А вот внимание инвесторов ко внутренним секторам, в первую очередь, финансовому, учитывая перспективы оживления российской экономики, будет повышаться. В основе интереса к финансовым компаниям - улучшение финпоказателей и перспективы объявления ведущими игроками дивидендов на фоне адаптации к санкционному давлению. Полагаем, **что наиболее торгуемый бумагой на рынке в 2023 году останется Сбер.**

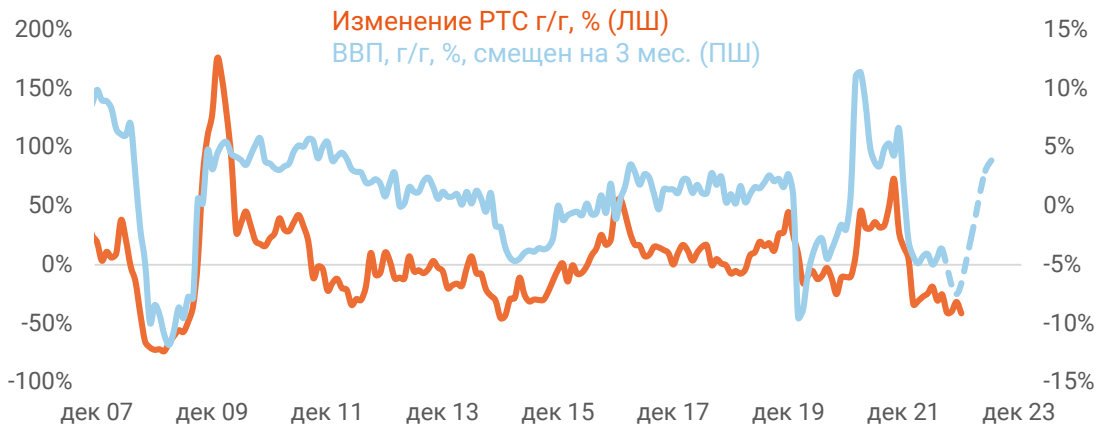
Приток инвесторов в потребительский сектор ожидаем на фоне фундаментальной недооцененности бумаг и продолжающегося органического развития компаний.

Ждем активной переоценки в сегменте малоликвидных бумаг, ориентированных на внутренний рынок. Они способны стать бенефициарами сложившейся ситуации в экономике.

Акции металлургических и горнодобывающих компаний могут привлечь инвесторов из-за ослабления рубля. Санкционный режим по этому сегменту вряд ли ухудшится.

# Экономика и перспективы

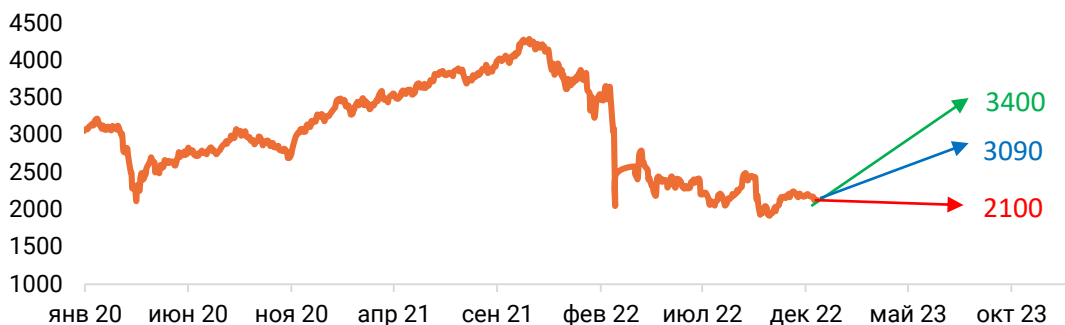
**Стабилизация экономики РФ является одним из ключевых сценарных факторов поддержки рынка.** Как и в США, индекс РТС опережает динамику ВВП примерно на 3-5 месяцев. Российский рынок уже учитывает снижение ВВП страны в 1 кв. 2023 года. В отсутствие новых геополитических вводных, «дно» индекса РТС будет пройдено в начале года. Соответственно, с середины следующего года рассчитываем на переход рынка акций к активному росту.



## ПРОГНОЗ ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ

Ждем, что в 2023 году стабилизация внешнего фона, тенденция к восстановлению экономики и плавное ослабление рубля будут способствовать повышению доходов компаний металлургического и внутренних секторов, способствуя возврату публичных компаний к раскрытию финпоказателей и выплате дивидендов. Эти факторы приведут к увеличению торговой активности и росту индекса МосБиржи.

### Индекс МосБиржи



**В позитивном сценарии** ориентиром по индексу МосБиржи выступает отметка 3400 пунктов. Ключевым драйвером роста может стать возвращение нефтегазовой отрасли к органическому развитию и рост среднегодовой цены Urals к зоне \$70 /барр. **Наш базовый сценарий предполагает рост индекса МосБиржи к 3090 пунктам.** Ждем, что «лучше рынка» будут внутренние сектора во главе с финансами, из сырьевых бумаг – отдельные «фишки» металлургов. Поддержкой выступит плавно дешевеющий рубль, увеличение выплат дивидендов с повышением дивдоходности рынка до 13% (против текущих 10,3%).

**В пессимистичном сценарии** индекс МосБиржи может остаться у 2100 пунктов. Снижение Urals к \$50/барр. и обострение санкционного давления на ключевые статьи экспорта, а также более длительный кризис мировой экономики вряд ли позволят рынку вырасти даже при заметно более слабом рубле.



## Ожидание: ЛУЧШЕ РЫНКА

Во втором полугодии 2022 года банковский сектор вернулся на прибыльный уровень, что позволяет с оптимизмом смотреть и на 2023 г. Позитивное влияние будет оказывать повышенный спрос на кредиты среди крупных корпоративных клиентов в условиях закрытия доступа к западному рынку капитала и реализации масштабных инвестиционных проектов по импортозамещению, а также в связи с переориентацией торговых потоков в Азию. Ожидаемое замедление инфляции будет способствовать снижению ставок по кредитам, что должно поддержать спрос на ипотечное и потребительское кредитование. Позитивным фактором также может выступить временное снижение требований к достаточности капитала.

### Факторы влияния

- |  |   |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение ключевой ставки</li> <li>• Толерантность крупных игроков к новым санкциям</li> <li>• Отмена надбавок к достаточности капитала</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ухудшение качества заемщиков</li> <li>• Сохранение жестких требований со стороны регулятора</li> </ul> |
|--|---|

### Предпочтения

#### СБЕР +61% (оа) +56% (па)

Несмотря на введенные ограничения и ужесточение требований со стороны ЦБ, банк завершит 2022 год с прибылью (рассчитываем на 250-300 млрд руб.), а в 2023 году приблизится к уровню чистой прибыли 2021 года (около 1 трлн руб.). Благодаря этому банк может вернуться к выплате дивидендов уже в 2023 году. По нашему мнению, именно фактор дивидендов станет ключевым триггером для роста бумаг Сбера.

#### TCS Group +47%

Компания смогла избежать прямых санкций и остаться прибыльной в текущем году благодаря широкой диверсификации бизнеса и правильной оценке кредитных рисков. Один из главных плюсов в том, что TCS Group старалась в течение 2022 года раскрывать отчетность банка Тинькофф настолько это было возможно. Ожидаем в следующем году восстановления финансовых показателей – прибыли и рентабельности капитала, а также увеличения портфеля обеспеченных продуктов, что позволит снизить риски.

#### Мосбиржа +40%

Объемы торгов в 2022 году выросли, несмотря на фактическое отсутствие большинства нерезидентов. Увеличился также и чистый процентный доход. Эти два фактора доказали устойчивость бизнеса компании. Считаем, что менеджмент компании адаптировался к возможным санкциям против НКЦ и сможет принять правильные шаги для минимизации ущерба, если будут введены новые ограничения. Ожидаем, что по мере увеличения количества торгуемых инструментов и постепенного допуска нерезидентов из дружественных стран, показатели компании станут лучше, что позволит вернуться к выплате дивидендов.

## Ожидание: НА УРОВНЕ РЫНКА

Ключевыми факторами в следующем году станут состояние мировых рынков металлов и курс рубля к зарубежным валютам.

Ослабление рубля станет одним из самых главных поддерживающих факторов. Новые санкции против сектора вполне реальны, но, считаем, что их влияние будет ограниченным. При этом повсеместного возвращения к выплатам дивидендов не ожидаем. Скорее это будут единичные случаи, которые станут исключением.

По нашим оценкам, в следующем году средние цены на сталь, уголь, цветные металлы, за исключением никеля, упадут на 10-13%. Более позитивно смотрим на золото, которое должно стать одним из лучших активов на фоне завершения цикла повышения ставки ФРС.

### Факторы влияния



- Ослабление рубля
- Низкая вероятность новых прямых санкций
- Восстановление спроса на продукцию со стороны Китая



- Отказ от продукции компаний из-за риска вторичных санкций
- Падение мировых цен на металлы и уголь

### Предпочтения

#### ПОЛЮС +47%

Хорошая ставка на ослабление рубля. Компания находится в лидерах по маржинальности на рынке. По нашим оценкам, маржинальность по EBITDA в 2023 г. составит 60%. Высокие цены на золото позволяют компании продавать его на экспорт даже с дисконтом, при этом не ощущая каких-либо проблем с денежными потоками. Ожидаем, что в следующем году цены на золото будут расти. Это поддержит спрос на бумаги Полиуса. Кроме этого, позитивно скажется и дальнейшее ослабление рубля.

#### НОРНИКЕЛЬ +26%

Является крупнейшим поставщиком рафинированного никеля и палладия в мире. Благодаря этому вероятность введения санкций против Норникеля значительно меньше в сравнении с другими российскими компаниями. Вероятно, в следующем году компания сократит производство никеля, однако это будет компенсировано ростом мировых цен.

#### ММК +44%

Одна из лучших долгосрочных ставок на фоне большей ориентированности продаж на внутренний рынок (около 3/4 в 2021 году) и ожиданий сохранения премий цен на сталь в РФ над экспортными. В условиях волатильности курса рубля и ожидаемой коррекции мировых цен на сталь ММК может показать более стабильную динамику финансовых показателей, чем конкуренты. Возвращение к выплатам дивидендов может стать хорошим драйвером для акций.

## Ожидание: ХУЖЕ РЫНКА

2023 год в целом будет довольно тяжелым для сектора, учитывая эмбарго и потолки цен. Рекордных финансовых результатов, как в 2022 г., не ожидается по причине сокращения добычи и поставок. В то же время ожидаемое нами ослабление курса рубля при достаточно высоких ценах на нефть и газ окажут поддержку экспортерам. Но более выигрышно будут смотреться 1) газовые компании; 2) отдельные нефтяные «фишки», больше ориентированные либо на внутренний сектор, либо на экспорт в АТР.

При условии ослабления курса рубля к концу 2023 г. интерес с точки зрения дивидендов могут представлять привилегированные бумаги Сургутнефтегаза (ждем 8-9 руб./акцию). Но без раскрытия информации о финансовом состоянии компании, а значит неясности, что произошло с валютной «кубышкой», данную идею не включаем в список топовых.

### Факторы влияния

- |   |  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ослабление курса рубля</li> <li>• Высокие цены на нефть и газ</li> <li>• Переориентация экспортных потоков</li> <li>• Адаптация к эмбарго</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост налоговой нагрузки</li> <li>• Укрепление курса рубля</li> <li>• Падение цен на энергоносители</li> <li>• Резкое падение объемов поставок за рубеж</li> </ul> |
|---|--|

### Предпочтения

#### НОВАТЭК +54%

Выигрывает за счет высоких цен на газ и стабильности сбыта. Планы по реализации СПГ-проектов сохраняются. Компания стабильно выплачивает дивиденды, в периоды низких цен проводит обратный выкуп. В 2023 году финансовые результаты несколько ухудшатся из-за вынужденного сокращения добычи ЖУВ и повышения налога на прибыль для производителей СПГ.

#### Роснефть +46%

Наш фаворит в секторе за счет перспектив развития проекта Восток ойл (но на долгосрочную перспективу, т.к. запуск намечен на 2024 г.) и высокой доли стран АТР в структуре выручки. Финансовые результаты компании будут под давлением, но ослабление курса рубля и довольно высокие цены на нефть могут сгладить негатив от европейских санкций.

#### Газпром нефть +40%

В текущих условиях смотрится достаточно выигрышно за счет большей ориентации на внутренний спрос. Для снижения санкционного давления экспортные потоки будут перенаправлены в Азию. Дополнительный бонус - стабильная выплата дивидендов акционерам. Финансовые результаты в 2023 г. будут немного слабее, чем в 2022 г., но высокая маржа переработки сдержит негатив.

**Ожидание: ХУЖЕ РЫНКА**

Влияние спада в экономике и внешних ограничений на сектор электроэнергетики минимальный. При нашем экономическом прогнозе снижения ВВП на 0,7% в 2023 году потребление электроэнергии в этом же периоде останется близким к уровню предыдущего года. Цены на нее вырастут темпами, сопоставимыми с ожидаемой нами инфляцией на уровне 7,5% г/г. Таким образом, финансовый результат компаний, как и объем дивидендов, останется близким к предыдущему году.

**Факторы влияния**

- Устойчивость к внешним ограничениям
- Стабильные дивиденды

- Рост цен на топливо
- Сложности с импортом и ремонтом оборудования

**Предпочтения****Интер РАО +60%**

Стоит заметно дешевле аналогов из-за недооцененности рынком внушительной денежной позиции на балансе. Имеет один из самых высоких потенциалов в секторе по увеличению финансовых показателей как за счет органического роста, так и сделок M&A (в секторе есть несколько привлекательных активов с иностранным участием). Это будет способствовать росту прибыли и дивидендной базы. Ускорение выработки электроэнергии ТЭС и рост цен на электроэнергию повышают привлекательность Интер РАО.

**Мосэнерго +29%**

Поставляет свыше 50% электрической энергии, потребляемой в Московском регионе, и обеспечивает около 90% потребностей Москвы в тепловой энергии. Компания с 2019 года увеличивает выплаты дивидендов и как «дочка» ГЭХа обладает понятной дивполитикой. В 2022 г. Мосэнерго распределило на дивиденды 50% от чистой прибыли по РСБУ, что обусловило доходность выше рынка. Компания ориентирована на внутренний рынок, что делает ее достаточно устойчивой к внешним факторам. Полагаем, что в 2023 г. также можно рассчитывать на неплохие дивиденды.



## Ожидание: ХУЖЕ РЫНКА

Текущий год был сложным для рынка недвижимости в связи с высокой неопределенностью в геополитике, что снизило потребительскую уверенность. В 2023 году ожидаем, что темпы снижения на рынке замедлятся до 4,9% г/г, а цены останутся близко к текущим уровням. Сектор поддержит продление государственной программы льготной ипотеки. В результате ожидается сокращение объемов продаж недвижимости девелоперами, но удержание рентабельности на уровне не ниже предыдущего года.

### Факторы влияния

• Льготное ипотечное кредитование

• Увеличение предложения компактного жилья

• Спад потребительских доходов населения

• Предпочтение аренды покупке жилья в условиях неопределенности

НЕДВИЖИМОСТЬ

### Предпочтения

## Самолет +37%

Самый быстрорастущий публичный девелопер. По итогам 9 месяцев 2022 года компания увеличила продажи на 54% в условиях падающего рынка, что отражает сильную рыночную позицию. Самолет выделяется среди конкурентов, предлагая готовые квартиры в массовом сегменте с отделкой и мебелью, а также уникальную ипотечную ставку в 0,01%. Это позволяет демонстрировать высокие темпы роста продаж. В 2023 году в условиях постепенной стабилизации на рынке недвижимости можно ожидать, что бизнес девелопера продолжит расширяться, что будет вести к переоценке Самолета и росту котировок его акций.



## Ожидание: **НА УРОВНЕ РЫНКА**

Фактор поддержки со стороны высокой инфляции в 2023 г. будет менее выражен (ждем более низких цен). На этом фоне результаты ритейла могут быть слабее, чем в 2022 г. В условиях нестабильной ситуации в экономике лучше будут смотреться компании, ориентированные на удовлетворение базовых потребительских предпочтений – продуктовый ритейл, причем развивающий формат жестких дискаунтеров. Полагаем, что процессы консолидации в отрасли продолжатся.

### Факторы влияния

- |  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Развитие экономических форматов магазинов</li> <li>• Активная консолидация в отрасли</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Спад потребительских доходов населения</li> <li>• Замедление трафика</li> <li>• Необходимость значительных инвестиций в удержание низких цен в магазинах</li> </ul> |
|--|--|

### Предпочтения

#### Магнит **+58%**

Компания продемонстрировала уверенные операционные и финансовые результаты в 2022 г., при этом имеет высокий уровень ликвидности, который может быть направлен на выплату дивидендов.

#### X5 Group **+32%**

Лидер рынка продуктового ритейла, бенефициар консолидационных процессов в отрасли. Финансовый профиль компании стабилен за счет активного развития востребованных в кризис форматов. X5 может вернуться к выплате дивидендов, если решит вопрос с регистрацией из иностранной юрисдикции, благо высокий денежный поток это позволяет.

## Ожидание: ЛУЧШЕ РЫНКА

Сектор телекоммуникаций выглядит в 2023 г. нейтрально в условиях стабильной ситуации по услугам связи и все еще трудной с поставками нового оборудования, даже в рамках параллельного импорта. Интерес могут представлять только дивидендные бумаги (МТС, Ростелеком).

Сектор ИТ продолжит оставаться бенефициаром сложившейся ситуации (уход иностранных компаний), получая дополнительную поддержку со стороны государства.

Наш фаворит – сегмент e-commerce, который продолжит активно развиваться и в 2023 г. за счет роста популярности маркетплейсов. Ниши ушедших западных компаний активно будут занимать локальные поставщики и поставщики из «дружественных» стран.

### Факторы влияния



- Уход иностранных компаний
- Консолидация в отрасли
- Региональное расширение



- Падение потребительских доходов населения
- Отток ИТ-специалистов
- Снижение бюджетов на ИТ

### Предпочтения

#### Ozon +56%

Компания вышла на прибыльность по EBITDA во 2 и 3 кв. на фоне активизации параллельного импорта в РФ. Произошел ощутимый рост продавцов и покупателей на платформе, компания активно расширяет присутствие в регионах, а также в Китае и Турции. В 2023 г. ждем улучшения финансовых результатов компании при поддержке более слабого курса рубля и притока новых продавцов.

#### Positive Technologies +49%

Выигрывает за счет ухода с российского рынка кибербезопасности иностранных конкурентов. Продолжает при этом органически расти за счет наращивания клиентской базы и продаж лицензий на ПО своей разработки. Контроль над расходами позволяет наращивать рентабельность (55% по EBITDA в 3 кв. 2022). Низкая долговая нагрузка и стабильные дивидендные выплаты - дополнительный фактор инвестиционной привлекательности.

#### АФК Система +72%

Компания совершила ряд крупных приобретений в 2022 г. и продолжает развитие в этом направлении. Потенциально может приобрести активы IKEA, что будет способствовать росту фундаментальной стоимости бизнеса. Но пока в основном АФК Система зависит от потенциала роста стоимости своих публичных активов – Сегежа групп, Эталона, МТС, Ozon.

# Целевые ориентиры на 2023 год

	Целевая цена	Текущая цена*	Потенциал*
<b>Нефть и газ</b>			
Сургутнефтегаз, па	39	25	54%
НОВАТЭК	1 614	1048	54%
Татнефть, оа	530	349	52%
Татнефть, па	510	340	50%
Роснефть	500	343	46%
Газпром нефть	697	496	40%
Транснефть, па	119 163	86000	39%
ЛУКОЙЛ	5 391	4011	34%
Газпром	212	161	32%
Сургутнефтегаз, оа	25	22	12%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбер, оа	222	138	61%
Сбер, па	216	136	59%
TCS Group	3 760	2550	47%
Мосбиржа	130	93	40%
ВТБ	0,02	0,017	18%
<b>Металлургия и горная добыча</b>			
Полюс	11 491	7824	47%
ММК	46	32	44%
НЛМК	164	115	43%
РУСАЛ	53	40	33%
Норникель	18 747	14904	26%
Северсталь	1 031	889	16%
<b>Электроэнергетика</b>			
Интер РАО ЕЭС	5,067	3,1750	60%
Мосэнерго	2,250	1,7505	29%
РусГидро	0,850	0,7329	16%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	6 814	4316	58%
X5 Retail Group	2 080	1580	32%
FIX PRICE	362	341	6%
<b>Телекоммуникации и ИТ</b>			
АФК "Система"	20,7	12,0	72%
Ozon	2 160	1388	56%
Positive Technologies	1 850	1244	49%
Ростелеком, па	80	55	45%
Ростелеком, оа	78	55	42%
МТС	287	227	26%

\*- цены по итогам торгов на 23.12.2022





**ПСБ Аналитика**

Центр аналитики и экспертизы ПСБ

Получить комментарий аналитика **легко!**

[Press-center@psbank.ru](mailto:Press-center@psbank.ru)

**ПАО «Промсвязьбанк»**

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



[ПСБ Аналитика](#)

в Телеграмм  
[@macroresearch](https://t.me/macroresearch)

Все аналитические  
материалы на [сайте](#)  
[psbank.ru/Informer](https://psbank.ru/Informer)

